

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Hasil Penelitian

1. Deskripsi Variabel Penelitian

a. Perkembangan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

Perkembangan pasar modal syari'ah menunjukkan kemajuan seiring dengan meningkatnya indeks yang ditunjukkan dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Peningkatan indeks pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) walaupun nilainya tidak sebesar pada Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tetapi kenaikan secara prosentase indeks pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) lebih besar dari IHSG. Hal ini dikarenakan adanya konsep halal, berkah dan bertambah pada pasar modal syari'ah yang memperdagangkan saham syari'ah.¹

Pasar modal syari'ah adalah pasar modal yang dijalankan dengan konsep syari'ah, dimana setiap perdagangan surat berharga mentaati ketentuan transaksi sesuai dengan basis syari'ah. Pasar modal syari'ah menggunakan prinsip, prosedur, asumsi, instrumentasi, dan aplikasi bersumber dari nilai epistimologi Islam. Adapun instrumen pasar modal yang sesuai dengan syari'ah dalam pasar perdana adalah *muqaradah/mudharabah funds*, saham biasa (*common stock*), *muqaradah/mudharabah bonds*.

Indeks Saham Syariah Indonesia merupakan indeks terakhir yang dikembangkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) bekerja sama dengan Dana reksa *Investment Management*. Indeks ini merupakan indeks yang mengakomodasi syariat investasi dalam Islam atau indeks yang berdasarkan syari'ah Islam. Dengan kata lain, dalam indeks ini dimasukkan saham-saham yang memenuhi kriteria investasi dalam syari'ah Islam. Saham-saham yang masuk dalam Indeks Syari'ah adalah emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan syari'ah seperti:²

- 1) Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.

¹ <http://www.idx.co.id/>, diakses tanggal 1 Maret 2022.

² <http://www.idx.co.id/>, diakses tanggal 1 Maret 2022.

- 2) Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
- 3) Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.
- 4) Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan/atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Pengkajian ulang akan dilakukan 6 bulan sekali dengan penentuan komponen indeks awal bulan Januari dan Juli setiap tahunnya. Sedangkan perubahan pada jenis usaha emiten akan dimonitor secara terus-menerus berdasarkan data-data publik yang tersedia.

Bertransaksi dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan salah satu bentuk perdagangan yang dibangun berdasarkan atas persaingan, kompetisi dan berorientasi keuntungan (*profit oriented*). Terkadang para pelaku bisnis di bursa efek telah mengikuti peraturan yang berkaitan dengan jenis akad kesepakatan yang dilakukan, meliputi surat-surat berharga yang mubah (boleh bermuamalah dengannya) dan mereka jauh dari perjudian (spekulasi), pegadaian dan pembiayaan ribawi atau transaksi lainnya yang diharamkan.

Berikut adalah perkembangan ISSI dari periode Januari 2017 sampai Desember 2020.

Gambar 4.1 Perkembangan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Januari 2017 sampai Desember 2020



Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

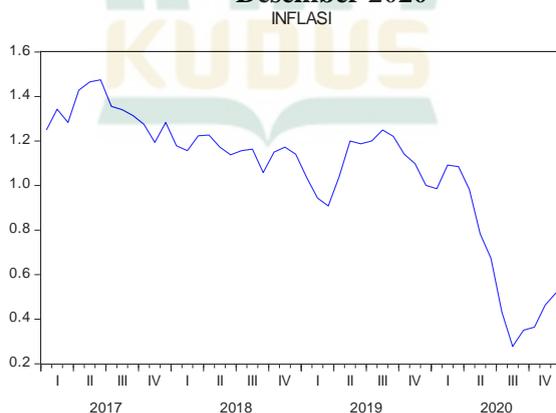
Berdasarkan Gambar 4.1 dapat dilihat bahwa pada periode Januari 2018, ISSI mempunyai kapitalisasi pasar terbesar ditutup pada 197,464 poin atau meningkat sebesar 7,604 poin dibandingkan pada akhir tahun 2017 sebesar 189,860 poin. Pada bulan Januari 2019, ISSI ditutup pada 193,498 poin atau meningkat sebesar 9,5 poin dibandingkan pada akhir tahun 2018 sebesar 183,998 poin. Nilai kapitalisasi pasar saham yang tergabung dalam ISSI pada bulan Januari 2020, ISSI ditutup pada 173,145 poin atau menurun sebesar 14,582 poin dibandingkan pada Desember tahun 2019 sebesar 187,727 poin.

b. Perkembangan Inflasi

Inflasi adalah kenaikan harga-harga secara umum, artinya inflasi harus menggambarkan kenaikan harga sejumlah besar barang dan jasa yang dipergunakan (atau dikonsumsi) dalam suatu perekonomian. Kata kunci kedua adalah terus menerus, kenaikan harga yang terjadi karena faktor musiman, misalnya, menjelang hari-hari besar atau kenaikan harga sekali saja dan tidak mempunyai pengaruh lanjutan juga tidak dapat disebut inflasi karena kenaikan harga tersebut bukan masalah kronis ekonomi.³

Berikut adalah perkembangan inflasi dari periode Januari 2017 sampai Desember 2020.

Gambar 4.2 Perkembangan Inflasi Januari 2017 sampai Desember 2020



Sumber: Hasil data olahan *Views* 9, 2022.

³ Suseno dan Siti Astiyah, *Inflasi* (Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) BI, 2009), 3.

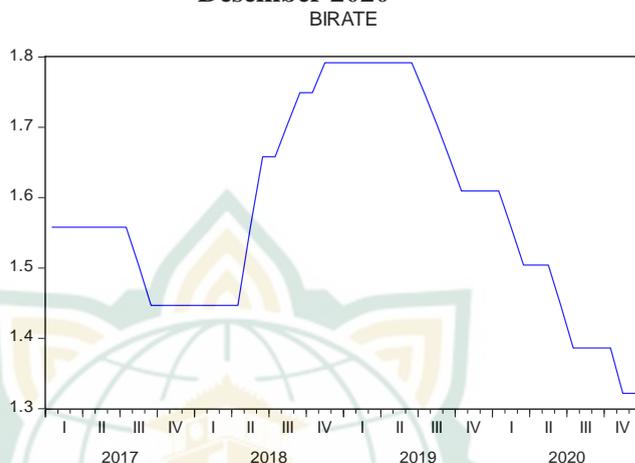
Berdasarkan Gambar 4.2 dapat terlihat bahwa inflasi pada awal periode penelitian adalah sebesar 3,49%. Sepanjang periode 2017 tingkat inflasi mengalami fluktuasi hingga 3,61%. Fluktuasi inflasi pada tahun 2017 disebabkan oleh beberapa faktor diantaranya tidak stabilnya harga bahan pangan karena kecukupan pasok dan kelancaran sistem distribusinya. Pada periode Februari 2018 tingkat inflasi Indonesia tercatat 3,18%. Ini merupakan hal positif, akan tetapi hal ini disebabkan tidak adanya kenaikan BBM di tahun 2018. Pada periode Mei 2019 yaitu sebesar 3,32%. Hal ini disebabkan karena kenaikan harga pangan memasuki bulan suci ramadhan pada pertengahan tahun 2019, sehingga inflasi tercatat lebih tinggi dari target yang ditetapkan. Selanjutnya tingkat inflasi selalu mengalami kenaikan kembali menjelang akhir tahun 2019. Kenaikan tingkat inflasi ini cenderung diakibatkan karena tingginya tekanan inflasi tersebut terkait dengan upaya reformasi subsidi energi yang mencakup *Liquefied Petroleum Gas* (LPG), Tarif Tenaga Listrik (TTL) dan Bahan Bakar Minyak (BBM).

c. Perkembangan BI Rate

BI Rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh bank Indonesia dan diumumkan kepada publik (www.bi.go.id). Menurut Laporan Perekonomian Indonesia Tahun 2009, BI Rate merupakan suku bunga yang mencerminkan kebijakan moneter dalam merespon prospek pencapaian sasaran inflasi ke depan, melalui pengelolaan likuiditas di pasar uang (SBI dan PUAB).

Berikut adalah perkembangan BI rate dari periode Januari 2017 sampai Desember 2020.

Gambar 4.3 Perkembangan BI Rate Januari 2017 sampai Desember 2020



Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Berdasarkan Gambar 4.3 dapat diketahui bahwa tercatat pada bulan Januari sampai Juli 2017 tercatat suku bunga sebesar 4,75, kemudian pada Agustus mengalami penurunan kembali tercatat suku bunga sebesar 4,50, penurunan suku bunga bertahan sampai bulan Desember 2017 tercatat sebesar 4,25.

Di bulan Juni 2018, bank sentral menaikkan 1% ke level 5,25. Kebijakan ini diambil BI sebagai antisipasi terhadap inflasi dan respon terhadap pelemahan rupiah seiring dengan arus keluar modal asing mulai akhir Mei 2018. Menyikapi pelemahan rupiah yang terus berlangsung serta dinamika perubahan ekonomi global dan nasional, Bank Indonesia memutuskan untuk menaikkan BI rate sebesar 0,50 basis poin menjadi 5,75%. Selanjutnya, sehubungan dengan tekanan yang masih dihadapi oleh Rupiah, Bank Indonesia kembali menaikkan BI rate menjadi 6%. Keputusan BI menaikkan suku bunga acuan diambil untuk membantu menjaga kurs mata uang rupiah agar tidak jatuh lagi karena suku bunga dalam rupiah jadi lebih atraktif. Kebijakan ini juga sebagai bagian dari langkah bank sentral dalam menekan defisit transaksi berjalan.

Tingginya suku bunga merupakan kebijakan yang dilakukan oleh Bank Indonesia untuk mengendalikan inflasi untuk mengatasi tingginya inflasi Bank Indonesia menaikkan suku bunga, suku bunga yang tinggi akan menjadikan para pemilik modal akan mengalihkan dana yang dimilikinya untuk

disimpan di perbankan, namun demikian tingginya suku bunga memiliki beberapa dampak negatif.

d. Perkembangan Kurs

Nilai tukar mata uang atau yang sering disebut dengan kurs adalah harga satu unit mata uang asing dalam mata uang domestik atau dapat juga dikatakan harga mata uang domestik terhadap mata uang asing.⁴ Dilihat dari faktor-faktor yang mempengaruhinya, terdapat tiga factor utama yang mempengaruhi permintaan valuta asing.

Berikut adalah perkembangan kurs dari periode Januari 2017 sampai Desember 2020.

Gambar 4.4 Perkembangan Kurs Januari 2017 sampai Desember 2020
KURS



Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Berdasarkan Gambar 4.4 dapat diketahui bahwa nilai tukar rupiah terhadap dollar yang tertinggi terjadi pada Maret 2020 mencapai 16.367. Dari periode Januari 2017 sampai dengan periode Desember 2020. Terlihat bahwa setiap bulannya dari bulan Januari 2017 sampai dengan akhir tahun 2020 nilai tukar IDR/USD melemah dan sebaliknya nilai tukar USD/IDR menguat. Penurunan yang cukup tinggi terjadi di bulan Maret 2020 disinyalir karena penguatan pasar luar negeri terhadap

⁴ Suseno dan Siti Astiyah, *Inflasi* (Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) BI, 2009), 4.

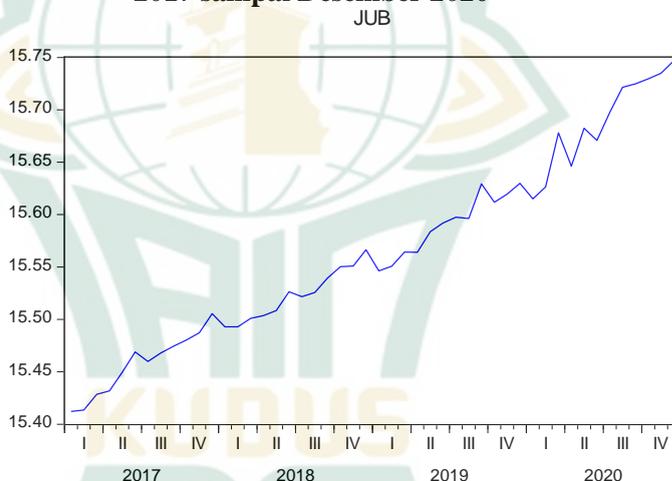
dalam negeri sehingga pasar dalam negeri tak sanggup menahan derasnya aliran barang dan jasa yang masuk kedalam negeri.

e. Perkembangan Jumlah Uang Beredar

Uang beredar didefinisikan sebagai kewajiban sistem moneter terhadap sektor swasta domestik. Di Indonesia saat ini hanya mengenal dua macam uang beredar saja, yaitu Pertama, uang beredar dalam arti sempit yang sering diberi simbol M1, didefinisikan sebagai kewajiban sistem moneter terhadap sektor swasta domestik yang terdiri dari uang kartal (C) dan uang giral (D).⁵

Berikut adalah perkembangan jumlah uang beredar dari periode Januari 2017 sampai Desember 2020.

Gambar 4.5 Perkembangan Jumlah Uang Beredar Januari 2017 sampai Desember 2020



Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Berdasarkan Gambar 4.5 dapat dilihat bahwa jumlah uang beredar setiap tahunnya selalu mengalami kenaikan. Jumlah uang beredar mengalami penurunan pada tahun 2018 sebesar Rp. 5.760,0 triliun. Pertumbuhan likuiditas perekonomian uang beredar dalam arti luas atau M2 pada 2019 tumbuh lebih rendah dibandingkan bulan sebelumnya.

⁵ Solikin dan Suseno, *Inflasi* (Jakarta: Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan (PPSK) BI, 2002), 9.

Berdasarkan analisis perkembangan uang beredar pada Desember 2020, posisi M2 tercatat sebesar Rp. 6.900,05 triliun.

Faktor yang mempengaruhi uang beredar adalah Aktiva Luar Negeri Bersih (*Net Foreign Assets/NFA*) dan Aktiva Dalam Negeri Bersih (*Net Domestic Assets/NDA*). Aktiva Dalam Negeri Bersih antara lain terdiri dari Tagihan Bersih kepada Pemerintah Pusat (*Net Claims on Central Government/NCG*) dan tagihan kepada sektor lainnya (sektor swasta, pemerintah daerah, lembaga keuangan dan perusahaan bukan keuangan) terutama dalam bentuk pinjaman yang diberikan.

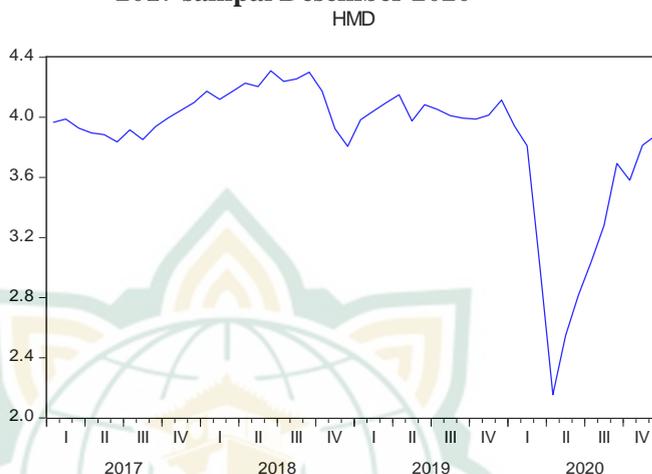
f. Perkembangan Harga Minyak Dunia

Harga minyak mentah dunia adalah patokan nilai minyak mentah yang dibebankan oleh konsumen atas manfaat dari minyak mentah tersebut. Harga minyak mentah dunia pada umumnya mengacu dari harga spot pasar minyak dunia per barel (159 liter) dan pada umumnya yang digunakan menjadi standar adalah jenis *West Texas Intermediate* (WTI) yang diperdagangkan pada *New York Mercantile Exchange* (NYMEX) atau jenis minyak Brent yang diperdagangkan pada *Intercontinental Exchange* (ICE). Minyak mentah jenis *West Texas Intermediate* (WTI) merupakan minyak mentah yang berkualitas tinggi karena ringan (*light*) dan memiliki kandungan belerang yang sangat rendah (*sweet*) sehingga harganya lebih mahal dibandingkan jenis minyak lainnya. Hal tersebut menjadikan minyak jenis WTI sebagai patokan dalam perdagangan minyak di dunia.⁶

Berikut adalah perkembangan harga minyak dunia dari periode Januari 2017 sampai Desember 2020.

⁶ Siti Aisyah Suciningtias dan Rizki Khoiroh, “Analisis Dampak Variabel Makro Ekonomi terhadap Ideks Saham Syariah Indonesia (ISSI)”, *CBAM* 2, no.1 (2015): 402.

Gambar 4.6 Perkembangan Harga Minyak Dunia Januari 2017 sampai Desember 2020



Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Berdasarkan Gambar 4.6 dapat dilihat bahwa harga minyak dunia pada Januari 2017 sebesar 52,8 USD per barel dan terus mengalami kenaikan hingga Desember 2017 sebesar 60,23 USD per barel. Pada periode Januari hingga Oktober 2018 juga sempat mengalami kenaikan namun kondisi tersebut tidak bertahan lama, pada bulan November 2018 perekonomian dunia kembali melemah dan permintaan akan minyak juga semakin menurun.

Sementara itu turunnya harga minyak disebabkan oleh berbagai faktor diantaranya kebijakan organisasi negara-negara eksportir minyak (OPEC) yang mempertahankan produksi minyak sebesar 30 juta barel per hari, kebijakan penawaran minyak oleh negara-negara eksportir minyak. Ditengah-tengah ancaman perlambatan ekonomi dan saingan produksi gas yang terus meningkat di Amerika, negara-negara anggota OPEC sepakat untuk mempertahankan produksi minyak mentah di kisaran 48,27 USD per barel. Hal ini berdampak pada kelebihan produksi minyak oleh OPEC karena permintaan akan minyak yang lebih rendah.

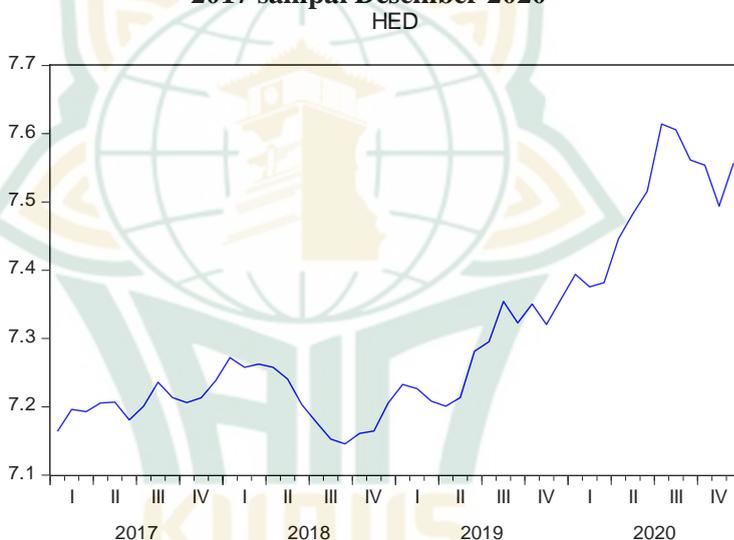
g. Perkembangan Harga Emas Dunia

Emas merupakan salah satu komoditas dunia yang pernah digunakan sebagai alat tukar atau alat pembayaran. Standar emas yang sering dijadikan patokan diseluruh dunia

adalah harga standar emas pasar London atau yang biasa disebut dengan *London Gold Fixing*.⁷ Proses penentuan harga dilakukan dua kali dalam satu hari, yaitu pukul 10.30 (Gold A.M) dan pukul 15.00 (Gold P.M). Mata uang yang digunakan dalam menentukan harga emas adalah Dolar Amerika Serikat, Poundsterling Inggris dan Euro. Harga yang digunakan sebagai patokan harga kontrak emas dunia adalah harga penutupan atau Gold P.M.⁸

Berikut adalah perkembangan harga emas dunia dari periode Januari 2017 sampai Desember 2020.

Gambar 4.7 Perkembangan Harga Emas Dunia Januari 2017 sampai Desember 2020



Sumber: Hasil data olahan *Eviews 9*, 2022.

Berdasarkan Gambar 4.7 dapat diketahui bahwa harga emas pada awal periode 2017 adalah sebesar 1291,8 USD. Harga emas dunia mengalami kenaikan hingga Desember 2017 sebesar 1391,9 USD. Berikutnya harga emas mulai turun pada periode Agustus sampai November 2018 sebesar 1292,7 USD dan menguat kembali pada Desember 2018 sampai periode

⁷ Reshinta Candra Gumilang, dkk, "Pengaruh Variabel Makro Ekonomi, Harga Emas dan Harga Minyak Dunia terhadap Indeks Harga Saham Gabungan", *Jurnal Administrasi Bisnis* 14, no. 2 (2014): 3.

⁸ Arif Afendi, "Pengaruh Variabel Makro Ekonomi terhadap Indeks Saham di Jakarta Islamic Index (JII)", *Jurnal Manajemen dan Bisnis* 13, no.2 (2017): 56.

akhir 2020 sebesar 1914 USD. Fluktuasi harga emas disebabkan oleh kecenderungan untuk investasi dalam USD ketika mata uang negara super power tersebut menguat. Ketika terjadi ketidakpastian ekonomi seperti pada saat resesi global, maka USD cenderung melemha, dan ini menyebabkan investasi emas meningkat baik dalam bentuk fisik maupun perdagangan yang non-fisik.

2. Hasil Uji Asumsi Klasik

a. Uji Autokorelasi

Adapun hasil pengujian uji autokorelasi yang tunjukkan pada tabel 4.1 sebagai berikut:

Tabel 4.1 Hasil Uji Autokorelasi

	Koefisien
Durbin Watson	1,936866

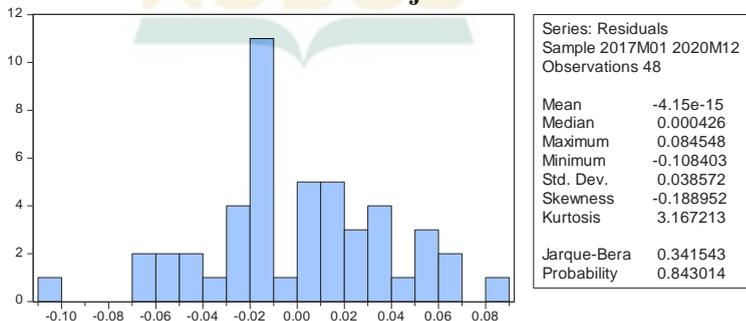
Sumber: Hasil data olahan *Eviews 9*, 2022.

Dari hasil pengujian autokorelasi nilai Durbin Watson sebesar 1,936866 nilai tersebut dibandingkan dengan nilai tabel signifikansi 5% jumlah sampel 88 dan jumlah variabel bebas 6, maka diperoleh nilai $d_l = 1,2709$ dan nilai $d_u = 1,8265$. Oleh karena nilai $d = 1,936866$ diantara $d_u < d < 4 - d_u$ yaitu $(1,8265 < 1,936866 < 2,1735)$ maka sesuai kaidah pengambilan keputusan disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi positif maupun negatif pada model regresi.

b. Uji Normalitas

Adapun hasil pengujian uji normalitas yang tunjukkan pada gambar 4.8 sebagai berikut:

Gambar 4.8 Hasil Uji Normalitas



Sumber: Hasil data olahan *Eviews 9*, 2022.

Berdasarkan hasil pengujian yang tunjukkan oleh gambar 4.8, diketahui bahwa *probability* signifikan lebih besar

dari 0,05. Hal ini sesuai dengan kriteria pengujian yang telah dijabarkan terlihat bahwa hasil dari uji normalitas yaitu *probability* sebesar 0,843014 lebih besar dari 0,05 maka dapat diambil kesimpulan bahwa data berdistribusi normal.

c. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Adapun hasil pengujian uji multikolinieritas yang tunjukkan pada tabel 4.2 sebagai berikut:

Tabel 4.2 Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	Centered VIF
Inflasi	4,832761
BI Rate	2,957698
Kurs	3,523069
Jumlah Uang Beredar	15,75545
Harga Minyak Dunia	2,648382
Harga Emas Dunia	20,87210

Sumber: Hasil data olahan *Eviews 9*, 2022.

Berdasarkan hasil pengujian yang ditunjukkan pada tabel 4.2 diketahui bahwa nilai *Centered VIF* baik inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia dan harga emas dunia dimana nilai tersebut kurang dari 10, maka dapat dinyatakan bahwa tidak terdapat masalah multikolinieritas dalam model prediksi.

d. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas dalam penelitian ini dilakukan dengan uji *white*. Ada atau tidaknya heteroskedastisitas dapat diketahui dari nilai probabilitas *Obs*R-square* yang nantinya akan dibandingkan dengan tingkat signifikansi. Jika nilai probabilitas signifikansinya di atas 0,05 maka dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas. Adapun hasil pengujian uji heteroskedastisitas yang tunjukkan pada tabel 4.6 sebagai berikut:

Tabel 4.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas

F-statistic	0,624973	Prob. F(6,41)	0,7092
Obs*R-squared	4,022189	Prob. Chi-Square(6)	0,6737
Scaled explained SS	3,179943	Prob. Chi-Square(6)	0,7859

Sumber: Hasil data olahan *Eviews 9*, 2022.

Berdasarkan hasil pengujian yang tunjukkan oleh tabel 4.3, diketahui bahwa nilai p value yang ditunjukkan dengan

nilai Prob. chi square(2) pada Obs*R-Squared yaitu sebesar 0,6737. Oleh karena nilai p value $0,6737 > 0,05$ maka terima H_0 atau ang berarti model regresi bersifat homoskedastisitas atau dengan kata lain tidak ada masalah asumsi non heteroskedastisitas.

3. Analisis Uji Ekonometrik

Pada penelitian ini, penulis mengolah data menggunakan eviews 9, penggunaan program ini bertujuan untuk mengestimasi parameter variabel yang akan diamati dari model empiris yang telah ditetapkan. Setelah estimasi model tersebut diperoleh, maka data akan dianalisa dengan menggunakan analisis sebagai berikut:

a. Uji Stasioneritas Data

Uji ini digunakan untuk membuat data stasioner, umumnya untuk data runtut waktu pasti mempunyai permasalahan heteroskesdastisitas maupun masalah autokorelasi sehingga data harus distasionerkan agar regresi tidak lancung. Metode yang akhir-akhir ini banyak digunakan oleh ahli ekonometrika untuk menguji stasioneritas data adalah *unit root test*. Pengujian dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan model dan *Augmented Dickey Fuller* yang diperkenalkan oleh Dickey Fuller (1979). Langkah-langkah pengujian yaitu sebagai berikut :

Hipotesis :

$H_0 = \phi = 0$ data bersifat tidak stasioner

$H_a = \phi < 0$ data bersifat stasioner

Hasil pengujian akar unit dapat dilihat pada regresi Uji Stasioneritas Variabel pada Level (*Intercept*) dibawah ini :

Tabel 4.4 Hasil Uji Akar Unit pada Tingkat Level

No	Variabel	<i>Augmented Dickey Fuller Test Statistic</i>	<i>Test Critical Values =5% (0.05)</i>	Probabilitas	Keterangan
1.	ISSI	-1,592132	-2,925169	0,4786	Tidak Stasioner
2.	Inflasi	-1,037376	-2,926622	0,7321	Tidak Stasioner
3.	BI Rate	-0,890088	-2,926622	0,7826	Tidak Stasioner
4.	Kurs	-2,633908	-2,925169	0,0935	Tidak Stasioner
5.	Jumlah	0,934269	-2,928142	0,9951	Tidak

	Uang Beredar				Stasioner
6.	Harga Minyak Dunia	-2,485638	-2,926622	0,1255	Tidak Stasioner
7.	Harga Emas Dunia	0,017883	-2,925169	0,9554	Tidak Stasioner

Sumber: Hasil data olahan *Eviews 9*, 2022.

Dari tabel diatas dapat dibandingkan antara nilai *Augmented Dickey Fuller test Statistic* dan *Test Critical Values* pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. Maka diperoleh hasil pada setiap variabelnya adalah sebagai berikut :

- 1) Hasil regresi Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) menunjukkan nilai absolut ADF lebih kecil dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel ISSI tidak stasioner. Nilai statistik ADF < *critical values* pada $\alpha = 5\%$ yaitu $-1,592132 < -2,925169$. Dan nilai probabilitas lebih besar dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,4786 > 0,05$. Sehingga hasilnya data tidak stationer pada tingkat level. Sehingga perlu dilanjutkan dengan uji derajat integrasi pertama.
- 2) Hasil regresi inflasi menunjukkan nilai absolut ADF lebih kecil dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel inflasi tidak stasioner. Nilai statistik ADF < *critical values* pada $\alpha = 5\%$ yaitu $-1,037376 < -2,926622$. Dan nilai probabilitas lebih besar dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,7321 > 0,05$. Sehingga hasilnya data tidak stationer pada tingkat level. Sehingga perlu dilanjutkan dengan uji derajat integrasi pertama.
- 3) Hasil regresi BI Rate menunjukkan nilai absolut ADF lebih kecil dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel BI rate tidak stasioner. Nilai statistik ADF < *critical values* pada $\alpha = 5\%$ yaitu $-0,890088 < -2,926622$. Dan nilai probabilitas lebih besar dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,7826 > 0,05$. Sehingga hasilnya data tidak stationer pada tingkat level. Sehingga perlu dilanjutkan dengan uji derajat integrasi pertama.
- 4) Hasil regresi kurs menunjukkan nilai absolut ADF lebih kecil dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel kurs tidak stasioner. Nilai statistik ADF < *critical values*

pada $\alpha = 5\%$ yaitu $-2,633908 < -2,925169$. Dan nilai probabilitas lebih besar dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,0935 > 0,05$. Sehingga hasilnya data tidak stationer pada tingkat level. Sehingga perlu dilanjutkan dengan uji derajat integrasi pertama.

- 5) Hasil regresi jumlah uang beredar menunjukkan nilai absolut ADF lebih kecil dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel jumlah uang beredar tidak stasioner. Nilai statistik ADF $< critical values$ pada $\alpha = 5\%$ yaitu $0,934269 < -2,928142$. Dan nilai probabilitas lebih besar dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,9951 > 0,05$. Sehingga hasilnya data tidak stationer pada tingkat level. Sehingga perlu dilanjutkan dengan uji derajat integrasi pertama.
- 6) Hasil regresi harga minyak dunia menunjukkan nilai absolut ADF lebih kecil dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel harga minyak dunia tidak stasioner. Nilai statistik ADF $< critical values$ pada $\alpha = 5\%$ yaitu $-2,485638 < -2,926622$. Dan nilai probabilitas lebih besar dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,1255 > 0,05$. Sehingga hasilnya data tidak stationer pada tingkat level. Sehingga perlu dilanjutkan dengan uji derajat integrasi pertama.
- 7) Hasil regresi harga emas dunia menunjukkan nilai absolut ADF lebih kecil dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel harga emas dunia tidak stasioner. Nilai statistik ADF $< critical values$ pada $\alpha = 5\%$ yaitu $0,017883 < -2,925169$. Dan nilai probabilitas lebih besar dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,9554 > 0,05$. Sehingga hasilnya data tidak stationer pada tingkat level. Sehingga perlu dilanjutkan dengan uji derajat integrasi pertama.

Dari hasil uji akar unit dengan *Augmented Dickey-Fuller* pada tingkat level (*Intercept*) didapatkan bahwa variabel ISSI, inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia, harga emas dunia menunjukkan nilai absolut statistik ADF lebih kecil dari nilai t statistik pada setiap α -nya. Sehingga hasilnya data tidak stationer pada tingkat level dan harus distasionerkan menggunakan uji ADF pada tingkat *First Different* agar hasil regresi tidak lancung.

Tabel 4.5 Hasil Uji Akar Unit pada Tingkat *First Difference*

No	Variabel	<i>Augmented Dickey Fuller Test Statistic</i>	<i>Test Critical Values =5% (0.05)</i>	Probabilitas	Keterangan
1.	ISSI	-5,162163	-2,926622	0,0001	Stasioner

2.	Inflasi	-4,972717	-2,926622	0,0002	Stasioner
3.	BI Rate	-3,970557	-2,926622	0,0034	Stasioner
4.	Kurs	-7,502564	-2,926622	0,0000	Stasioner
5.	Jumlah Uang Beredar	-11,72891	-2,926622	0,0000	Stasioner
6.	Harga Minyak Dunia	-4,711627	-2,926622	0,0004	Stasioner
7.	Harga Emas Dunia	-3,017883	-2,925169	0,0004	Stasioner

Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Jika data pada level tidak stasioner maka data tersebut harus diuji dengan derajat integrasi. Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui pada derajat atau orde ke berapa data yang diteliti akan stasioner. Seperti pada uji akar-akar unit sebelumnya, keputusan sampai pada derajat keberapa suatu data akan stasioner dapat dilihat dengan membandingkan nilai probabilitas ADF dengan α . Jika nilai probabilitas ADF lebih kecil dari nilai α pada differensi pertama, maka data dikatakan stasioner pada derajat satu. Akan tetapi jika nilainya lebih besar dari α maka uji derajat integrasi perlu dilanjutkan pada differensi yang lebih tinggi sehingga diperoleh data yang stasioner.

Tabel 4.5 dapat dibandingkan antara nilai *Augmented Dickey Fuller Test Statistik* dan *Test Critical Values* pada tingkat signifikansi $\alpha= 5\%$. Maka diperoleh hasil pada setiap variabelnya adalah sebagai berikut:

- 1) Hasil regresi Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) menunjukkan nilai absolut ADF lebih besar dari *test critical values* pada $\alpha= 5\%$ sehingga variabel ISSI stasioner. Nilai statistik ADF $>$ *critical values* pada $\alpha= 5\%$ yaitu $-5,162163 > -2,926622$ dan nilai probabilitas lebih kecil dari $\alpha= 5\%$ yaitu $0,0001 < 0,05$. Sehingga hasilnya data stasioner pada uji derajat integrasi pertama.
- 2) Hasil regresi inflasi menunjukkan nilai absolut ADF lebih besar dari *test critical values* pada $\alpha= 5\%$ sehingga variabel inflasi stasioner. Nilai statistik ADF $>$ *critical values* pada $\alpha= 5\%$ yaitu $-4,972717 > -2,926622$ dan nilai probabilitas

lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,0002 < 0,05$. Sehingga hasilnya data stationer pada uji derajat integrasi pertama.

- 3) Hasil regresi BI rate menunjukkan nilai absolut ADF lebih besar dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel BI rate stasioner. Nilai statistik ADF $>$ *critical values* pada $\alpha = 5\%$ yaitu $-3,970557 > -2,926622$ dan nilai probabilitas lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,0034 < 0,05$. Sehingga hasilnya data stationer pada uji derajat integrasi pertama.
- 4) Hasil regresi kurs menunjukkan nilai absolut ADF lebih besar dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel kurs stasioner. Nilai statistik ADF $>$ *critical values* pada $\alpha = 5\%$ yaitu $-7,502564 > -2,926622$ dan nilai probabilitas lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,0000 < 0,05$. Sehingga hasilnya data stationer pada uji derajat integrasi pertama.
- 5) Hasil regresi jumlah uang beredar menunjukkan nilai absolut ADF lebih besar dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel jumlah uang beredar stasioner. Nilai statistik ADF $>$ *critical values* pada $\alpha = 5\%$ yaitu $-11,72891 > -2,926622$ dan nilai probabilitas lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,0000 < 0,05$. Sehingga hasilnya data stationer pada uji derajat integrasi pertama.
- 6) Hasil regresi harga minyak dunia menunjukkan nilai absolut ADF lebih besar dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel harga minyak dunia stasioner. Nilai statistik ADF $>$ *critical values* pada $\alpha = 5\%$ yaitu $-4,711627 > -2,926622$ dan nilai probabilitas lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,0004 < 0,05$. Sehingga hasilnya data stationer pada uji derajat integrasi pertama.
- 7) Hasil regresi harga emas dunia menunjukkan nilai absolut ADF lebih besar dari *test critical values* pada $\alpha = 5\%$ sehingga variabel harga emas dunia stasioner. Nilai statistik ADF $>$ *critical values* pada $\alpha = 5\%$ yaitu $-3,017883 > -2,925169$ dan nilai probabilitas lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ yaitu $0,0004 < 0,05$. Sehingga hasilnya data stationer pada uji derajat integrasi pertama.

Dari hasil uji akar unit dengan *Augmented Dickey-Fuller* pada tingkat *First Difference (Intercept)* didapatkan bahwa variabel ISSI, inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia, harga emas dunia menunjukkan nilai absolut statistik ADF lebih besar dari nilai t-statistik pada setiap α -nya. Sehingga hasilnya data stationer pada tingkat *First Difference* dan harus distasionerkan menggunakan uji ADF

pada tingkat *First Different*. Data yang diperoleh telah stasioner pada differensi pertama maka diasumsikan akan terjadi kointegrasi atau hubungan jangka panjang. Dengan demikian pengujian selanjutnya dapat dilakukan ke uji kointegrasi.

b. Uji Lag Length

Salah satu permasalahan yang terjadi dalam uji stasioneritas adalah penentuan *lag optimal*. Jika *lag* yang digunakan dalam uji stasioneritas terlalu sedikit, maka residual dari regresi tidak akan menampilkan *white noise* sehingga model tidak dapat menestimasi *actual error* secara tepat. Dalam melakukan penentuan *lag optimal*, ditentukan kriteria yang mempunyai *final prediction error corection* (FPE) atau jumlah dari AIC, SIC dan HQ yang paling kecil di antara berbagai *lag* yang diajukan.

Tabel 4.6 Penentuan Lag Length

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	344.6799	NA	5.09e-16	-15.34909	-15.06524	-15.24382
1	625.0645	458.8112	1.42e-20	-25.86657	-23.59578*	-25.02445
2	668.0812	56.70375	2.21e-20	-25.59460	-21.33687	-24.01563
3	728.9855	60.90433	2.10e-20	-26.13570	-19.89104	-23.81988
4	833.8004	71.46473*	5.29e-21*	28.67275*	-20.44114	25.62007*

Sumber: Hasil data olahan *Eviews 9*, 2022.

Dari Tabel 4.6 di atas dapat diketahui bahwa penentuan *lag optimal* yang disarankan oleh *Software Eviews* ekonometrik adalah pada *lag 4*. Penentuan *lag optimal* ini kemudian digunakan pada pengujian Kausalitas Granger.

c. Uji Kausalitas Granger

Metode yang digunakan untuk menganalisis hubungan kausalitas antar variabel yang diamati adalah dengan uji kausalitas Granger, metode ini digunakan untuk melihat dan menganalisis hubungan kausalitas antara variabel yang diamati dalam penelitian ini. Dalam penelitian ini, uji kausalitas Granger digunakan untuk melihat arah hubungan di antara variabel-variabel ISSI, inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia dan harga emas dunia.

Tabel 4.7 Uji Kausalitas Granger antara ISSI dan Inflasi

Null Hypothesis	Obs	F-Statistic	Prob.
ISSI does not Granger Cause INFLASI	46	7.43747	0.1008
INFLASI does not Granger Cause ISSI		1.07786	0.3498

Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.7 di atas diketahui tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel ISSI dengan variabel Inflasi. Hal ini dapat dilihat dari nilai probabilitasnya yang lebih besar dibandingkan dengan nilai $\alpha = 5\%$. Hal tersebut juga dapat dilihat dalam perekonomian bahwa inflasi yang cenderung tidak stabil tidak mempengaruhi secara langsung pertumbuhan kapitalisasi indeks syariah di pasar modal syariah hal ini yang menyebabkan bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara variabel inflasi dengan variabel ISSI.

Tabel 4.8 Uji Kausalitas Granger antara ISSI dan BI Rate

Null Hypothesis	Obs	F-Statistic	Prob.
ISSI does not Granger Cause BIRATE	46	0.65400	0.5253
BIRATE does not Granger Cause ISSI		0.07457	0.9283

Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.8 di atas diketahui tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel ISSI dengan variabel BI rate. Hal ini dapat dilihat dari nilai probabilitasnya yang lebih besar dibandingkan dengan nilai $\alpha = 5\%$. Hal tersebut juga dapat dilihat dalam perekonomian bahwa BI rate yang cenderung tidak stabil tidak mempengaruhi secara langsung pertumbuhan kapitalisasi indeks syariah di pasar modal syariah hal ini yang menyebabkan bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara variabel BI rate dengan variabel ISSI.

Tabel 4.9 Uji Kausalitas Granger antara ISSI dan Kurs

Null Hypothesis	Obs	F-Statistic	Prob.
KURS does not Granger Cause ISSI	46	1.20157	0.3111
ISSI does not Granger Cause KURS		2.82430	0.0709

Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.9 di atas diketahui tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel ISSI dengan variabel kurs. Hal ini dapat dilihat dari nilai probabilitasnya yang lebih besar dibandingkan dengan nilai $\alpha = 5\%$. Hal tersebut juga dapat dilihat dalam perekonomian bahwa kurs yang cenderung tidak stabil tidak mempengaruhi secara langsung pertumbuhan kapitalisasi indeks syariah di pasar modal syariah hal ini yang menyebabkan bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara variabel kurs dengan variabel ISSI.

Tabel 4.10 Uji Kausalitas Granger antara ISSI dan Jumlah Uang Beredar

Null Hypothesis	Obs	F-Statistic	Prob.
JUB does not Granger Cause ISSI	46	2.53601	0.0915
ISSI does not Granger Cause JUB		1.81389	0.1759

Sumber: Hasil data olahan *Eviews 9*, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.10 di atas diketahui tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel ISSI dengan variabel jumlah uang beredar. Hal ini dapat dilihat dari nilai probabilitasnya yang lebih besar dibandingkan dengan nilai $\alpha=5\%$. Hal tersebut juga dapat dilihat dalam perekonomian bahwa jumlah uang beredar yang cenderung tidak stabil tidak mempengaruhi secara langsung pertumbuhan kapitalisasi indeks syariah di pasar modal syariah hal ini yang menyebabkan bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara variabel jumlah uang beredar dengan variabel ISSI.

Tabel 4.11 Uji Kausalitas Granger antara ISSI dan Harga Minyak Dunia

Null Hypothesis	Obs	F-Statistic	Prob.
ISSI does not Granger Cause HMD	46	15.2290	0.9833
HMD does not Granger Cause ISSI		0.84757	0.4358

Sumber: Hasil data olahan *Eviews 9*, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.11 di atas diketahui tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel ISSI dengan variabel harga minyak dunia. Hal ini dapat dilihat dari nilai probabilitasnya yang lebih besar dibandingkan dengan nilai $\alpha=5\%$. Hal tersebut juga dapat dilihat dalam perekonomian bahwa harga minyak dunia yang cenderung tidak stabil tidak mempengaruhi secara langsung pertumbuhan kapitalisasi indeks syariah di pasar modal syariah hal ini yang menyebabkan bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara variabel harga minyak dunia dengan variabel ISSI.

Tabel 4.12 Uji Kausalitas Granger antara ISSI dan Harga Emas Dunia

Null Hypothesis	Obs	F-Statistic	Prob.
ISSI does not Granger Cause HED	46	1.50025	0.2351
HED does not Granger Cause ISSI		2.86062	0.0687

Sumber: Hasil data olahan *Eviews 9*, 2022.

Berdasarkan Tabel 4.12 di atas diketahui tidak terdapat hubungan kausalitas antara variabel ISSI dengan variabel harga emas dunia. Hal ini dapat dilihat dari nilai probabilitasnya yang lebih besar dibandingkan dengan nilai $\alpha = 5\%$. Hal tersebut juga dapat dilihat dalam perekonomian bahwa harga emas dunia yang cenderung tidak stabil tidak mempengaruhi secara langsung pertumbuhan kapitalisasi indeks syariah di pasar modal syariah hal ini yang menyebabkan bahwa tidak ada hubungan kausalitas antara variabel harga emas dunia dengan variabel ISSI.

d. Uji Kointegrasi (*Cointegration Test*)

Apabila dari semua uji di atas sudah terpenuhi bias di lanjut di uji kointegrasi merupakan kelanjutan dari uji akar unit dan derajat integrasi. Uji kointegrasi ini dilakukan untuk menguji apakah residual regresi yang dihasilkan stasioner atau tidak. Apabila satu peubah atau variabel mempunyai derajat integrasi yang berbeda maka berubah atau variabel tersebut tidak berkointegrasi. Untuk mengetahui suatu data berkointegrasi atau tidak maka terdapat tiga uji kointegrasi yang dapat digunakan yaitu uji kointegrasi dari Engle-Granger, uji kointegrasi Durbin-Watson, dan uji kointegrasi yang dikembangkan oleh Johansen. Tujuan utama dari tes ini adalah untuk mengetahui apakah variabel-variabel yang ada berkointegrasi. Uji kointegrasi dalam penelitian ini akan dilakukan dengan uji kointegrasi Johansen. Langkah-langkah pengujian yaitu sebagai berikut:

Hipotesis :

H_0 = Data tidak ada kointegrasi

H_a = Data terdapat kointegrasi

Pengambilan keputusan dilakukan dengan kriteria, antara lain :

- 1) Apabila nilai probabilitas $< \alpha$ (0,05) maka menolak sehingga data yang diamati menunjukkan kointegrasi atau terdapat hubungan dalam jangka panjang.
- 2) Apabila Apabila nilai probabilitas $> \alpha$ (0,05) maka menerima sehingga data yang diamati menunjukkan tidak ada kointegrasi atau tidak terdapat hubungan dalam jangka panjang.

Hasil dari uji kointegrasi dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 4.13 Uji Kointegritas Johansen

Hypothesized No. Of CE (S)	Eigenvalue	Trace Statistik	0.05 Critical Value	Probabilitas
None	0,630563	128,8132	125,6154	0,0315
At most 1*	0,531602	83,00757	95,75366	0,2712
At most 2*	0,325898	48,11944	69,81889	0,7170
At most 3	0,285210	29,97823	47,85613	0,7201
At most 4	0,211971	14,53296	29,79707	0,8094

Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Dari data diatas dapat dilihat nilai probabilitas *none* sebesar $0,0315 < \text{dari } \alpha = 5\%$, sehingga menolak. Dan melalui uji statistik menggunakan *trace statistic* diperoleh hasil nilai *trace statistic* $> \text{critical value}$ pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ yaitu $128,8132 > 125,6154$. Maka didapatkan hasil bahwa terdapat hubungan atau kointegrasi dalam jangka panjang dan jangka pendek.

Karena variabel tidak stasioner pada uji ADF pada tingkatan level dan stasioner pada uji ADF di tingkat *First Different* serta terdapat kointegrasi pada $\alpha = 5\%$, maka terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek antar variabelnya sehingga dapat dilakukan uji ECM.

e. Hasil Estimasi VECM

Variabel dependen yaitu Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan Variabel independen yang terdiri dari inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia, harga emas dunia. Sebagaimana telah dilakukan uji stasioneritas sebelumnya diperoleh hasil bahwa data tidak stasioner pada tingkat level, tetapi stasioner pada tingkat *First Difference* dan variabel-variabel terkointegrasi.

Adanya kointegrasi antar variabel menunjukkan adanya hubungan ataupun keseimbangan antara variabel-variabel tersebut. Dalam jangka pendek mungkin saja terjadi ketidakseimbangan (*disequilibrium*) yang artinya bahwa apa yang diinginkan pelaku ekonomi (*desired*) belum tentu sama dengan apa yang terjadi sebenarnya. Karena adanya ketidakseimbangan ini maka diperlukan menggunakan model yang memasukkan penyesuaian untuk melakukan koreksi bagi ketidakseimbangan yang disebut sebagai model koreksi kesalahan/*Error Correction Model* (ECM).

Metode ini bertujuan untuk menghindari kemungkinan terjadinya regresi lancung sangat tinggi. Indikasi dari regresi lancung ini dapat dilihat dari *R-Squared* yang tinggi dan *t*-statistik yang signifikan namun tidak memiliki arti apabila dikaitkan dengan teori ekonomi. Metode koreksi kesalahan juga dapat digunakan dalam menganalisa hubungan jangka panjang dan jangka pendek diantara variabel dependen dan independen yang terjadi karena adanya kointegrasi. Pentingnya penggunaan *Error Correction Model* (ECM) yaitu pada model ECM menggunakan kelambanan yang memainkan peran penting dalam perekonomian.

1) Hasil Pengujian Persamaan Jangka Panjang (ECM)

Berikut hasil pengujian pengolahan data persamaan jangka panjang (ECM) variabel independen dengan dependen:

Tabel 4.14 Pengujian Jangka Panjang (ECM)

Variabel	Coefficient	t-Tabel	t-Statistic	Hasil
ISSI	0,499970	2,01954	2,65473	Signifikan
Inflasi	-0,038952	2,01954	-2,35012	Signifikan
BI Rate	-0,039855	2,01954	-3,13664	Signifikan
Kurs	-0,020597	2,01954	-3,03681	Signifikan
Jumlah Uang Beredar	1,259900	2,01954	2,99539	Signifikan
Harga Minyak Dunia	-0,029937	2,01954	-2,33903	Signifikan
Harga Emas Dunia	-0,379984	2,01954	-2,30062	Signifikan
R-squared	0,538008			
S.E. equation	0,044643			
F-statistic	5,111606			
S.D. dependent	0,045900			

Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Berdasarkan tabel diatas, pengujian terhadap masing-masing hipotesis yang diajukan dapat dilakukan dengan cara :

a) Uji Keباikan Regresi

Dalam koefisien determinasi (R^2) = 0,538008. Artinya nilai Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Indonesia adalah sebesar 53,8% dapat dijelaskan oleh variabel inflasi (X_1), BI rate (X_2), kurs (X_3), jumlah uang beredar (X_4), harga minyak dunia (X_5) dan harga emas

dunia (X_6). Sementara untuk sisanya yaitu 46,2% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diikutsertakan dalam model. Nilai R^2 mendekati angka 1 menunjukkan bahwa garis regresi pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dinilai baik dan dapat menjelaskan data secara aktual.

b) Uji Kelayakan Model

Hipotesis :

$H_0 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq \beta_5 \neq \beta_6 = 0$ (variabel inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia dan harga emas dunia tidak mempengaruhi ISSI)

$H_0 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq \beta_5 \neq \beta_6 \neq 0$ (variabel inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia dan harga emas dunia mempengaruhi ISSI)

Pengambilan keputusan dilakukan dengan kriteria, antara lain :

- (1) Apabila nilai F-hitung $<$ F-tabel menerima yang artinya variabel independent (variabel inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia dan harga emas dunia) secara simultan tidak berpengaruh terhadap variabel dependent ISSI.
- (2) Apabila nilai F-hitung $>$ F-tabel maka menolak yang artinya variabel independent (variabel inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia dan harga emas dunia) secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependent ISSI.

Dari data diatas diperoleh nilai F-statistik yaitu sebesar 5,111606. Adapun untuk melihat nilai F-tabel dihitung dengan cara $df(n_2) = n$, dimana n adalah jumlah sampel, $df(n) = 48$ sehingga $F_{tabel} = 2,29$ F hitung $5,111606 > F_{tabel} 2,29$ maka secara simultan variabel inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia dan harga emas dunia berpengaruh terhadap variabel dependent (ISSI) dan model tersebut dinyatakan layak.

Sementara itu nilai *standart error of regresion* berfungsi untuk melihat besarnya tingkat kesalahan model regresi yang digunakan, dimana semakin kecil nilai *standart error of regresion* maka model regresi yang dilakukan semakin tepat. Berdasarkan hasil regresi, maka diketahui bahwa *standart error of regresion* $<$ standart

deviasi yaitu $0,044643 < 0,045900$ artinya model regresi ini layak digunakan.

Berdasarkan hasil estimasi diatas dapat diperoleh estimasi persamaan regresi jangka panjang sebagai berikut :

$$\gamma = 0,499970 - 0,038952(X_1) + 0,039855(X_2) + 0,020597(X_3) - 1,259900 (X_4) + 0,029937 (X_5) + 0,379984 (X_6)$$

Hipotesis :

$H_0 : \beta_n = 0$ Variabel independen inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia dan harga emas dunia tidak mempengaruhi ISSI

$H_0 : \beta_n \neq 0$ Variabel independen variabel inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia dan harga emas dunia mempengaruhi ISSI

Pengambilan keputusan dilakukan dengan kriteria, antara lain :

- (1) Apabila nilai probabilitas $> \alpha$ maka menerima artinya variabel independen tidak mempengaruhi variabel dependen.
- (2) Apabila nilai probabilitas $< \alpha$ maka menolak H_0 artinya variabel independen mempengaruhi variabel dependen.

Uji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen (uji F).

Hipotesis :

H_0 : artinya variabel independen tidak berpengaruh terhadap nilai Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

H_a : artinya variabel independen berpengaruh terhadap nilai Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

- (1) Uji signifikansi pada (Inflasi) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik $= -2,35012 < t$ tabel $-2,01954$ sehingga data signifikan dan bernilai negatif artinya diterima. Maka dalam jangka panjang inflasi berpengaruh signifikan dan bernilai negatif terhadap ISSI. Dapat asumsikan jika terjadi kenaikan inflasi sebesar 1% maka akan menurunkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 0,038952 poin. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang

dilakukan oleh Kristiyanto⁹ variabel inflasi dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang ISSI merespon negatif perubahan yang terjadi pada inflasi.

- (2) Uji signifikansi pada (BI rate) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik $-3,13664 < t$ tabel $-2,01954$ sehingga data signifikan dan bernilai negatif artinya diterima. Maka dalam jangka panjang BI rate berpengaruh signifikan dan bernilai negatif terhadap ISSI. Dapat diasumsikan jika terjadi kenaikan BI rate sebesar 1% maka akan menurunkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 0,039855 poin. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ardana¹⁰ variabel BI rate dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang ISSI merespon negatif perubahan yang terjadi pada BI rate.
- (3) Uji signifikansi pada (kurs) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik $= -3,03681 < t$ tabel $-2,01954$ sehingga data signifikan dan bernilai negatif artinya diterima. Maka dalam jangka panjang kurs berpengaruh signifikan dan bernilai negatif terhadap ISSI. Dapat diasumsikan jika terjadi kenaikan kurs sebesar 1% maka akan menurunkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 0,020597 poin. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Zainuri dan Purtomo¹¹ variabel kurs dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang ISSI merespon negatif perubahan yang terjadi pada kurs IDR/USD.
- (4) Uji signifikansi pada (jumlah uang beredar) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik =

⁹ Sony Kristiyanto, “Analisis Hubungan Tingkat Bunga, Inflasi dan Pertumbuhan Jumlah Uang Beredar di Indonesia Tahun 1982 – 2011 (Pendekatan Error Correction Model)”, *Equilibrium* 10, no. 2 (2017): 134.

¹⁰ Yudhistira Ardana, “Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia: Model ECM”, *Jurnal Bisnis dan Manajemen* 6, no. 1(2017): 17.

¹¹ Fatimatuz Zahroh, Zainuri dan Rafael Purtomo, “Pengaruh Volatilitas Nilai Tukar terhadap Volume Perdagangan Internasional di ASEAN-3”, *e-Journal Ekonomi Bisnis dan Akuntansi* VI, no. 1 (2019): 28.

2,99539 > t tabel 2,01954 sehingga data signifikan dan bernilai positif artinya diterima. Maka dalam jangka panjang jumlah uang beredar berpengaruh signifikan dan bernilai positif terhadap ISSI. Dapat diasumsikan jika terjadi kenaikan jumlah uang beredar sebesar 1% maka akan menurunkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 1,259900 poin. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Kristiyanto¹² variabel jumlah uang beredar dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang ISSI merespon positif perubahan yang terjadi pada JUB.

- (5) Uji signifikansi pada (harga minyak dunia) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik = $-2,33903 < t$ tabel $-2,01954$ sehingga data signifikan dan bernilai negatif artinya diterima. Maka dalam jangka panjang harga minyak dunia berpengaruh signifikan dan bernilai negatif terhadap ISSI. Dapat diasumsikan jika terjadi kenaikan harga minyak dunia sebesar 1% maka akan menurunkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 0,029937 poin. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ardana¹³ variabel harga minyak dunia dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang ISSI merespon negatif perubahan yang terjadi pada harga minyak dunia.
- (6) Uji signifikansi pada (harga emas dunia) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik $-2,30062 < t$ tabel $-2,01954$ sehingga data signifikan dan bernilai negatif artinya diterima. Maka dalam jangka panjang harga emas dunia berpengaruh signifikan dan bernilai negatif terhadap ISSI. Dapat diasumsikan jika terjadi kenaikan harga emas dunia sebesar 1% maka akan meningkatkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 0,379984 poin. Penelitian ini sesuai

¹² Sony Kristiyanto, "Analisis Hubungan Tingkat Bunga, Inflasi dan Pertumbuhan Jumlah Uang Beredar di Indonesia Tahun 1982 – 2011 (Pendekatan Error Correction Model)", *Equilibrium* 10, no. 2 (2017): 134.

¹³ Yudhistira Ardana, "Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia: Model ECM", *Jurnal Bisnis dan Manajemen* 6, no. 1(2017): 17.

dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahmiyanti dan Fianto¹⁴ variabel harga emas dunia dapat disimpulkan bahwa dalam jangka panjang ISSI merspon negatif perubahan yang terjadi pada harga emas dunia.

2) Hasil Pengujian Persamaan Jangka Pendek (ECM)

Tabel 4.15 Pengujian Jangka Pendek (ECM)

Variabel	Coefficient	t-Tabel	t-Statistic	Hasil
ISSI	1,000000	2,01954	1,000000	Tidak Signifikan
Inflasi	-1,319522	2,01954	-1,2445	Tidak Signifikan
BI Rate	0,459643	2,01954	1,88727	Tidak Signifikan
Kurs	-1,048949	2,01954	-1,36630	Tidak Signifikan
Jumlah Uang Beredar	-2,476431	2,01954	-0,49162	Tidak Signifikan
Harga Minyak Dunia	0,766161	2,01954	1,8208	Tidak Signifikan
Harga Emas Dunia	2,116319	2,01954	1,07968	Tidak Signifikan

Sumber: Hasil data olahan *Eviews 9*, 2022.

Berdasarkan tabel diatas, pengujian terhadap masing-masing hipotesis yang diajukan dapat dilakukan dengan cara :

a) Uji Kelayakan Model

Berdasarkan hasil estimasi diatas dapat diperoleh estimasi persamaan regresi jangka panjang sebagai berikut :

$$\gamma = 1,000000 - 1,319522(X_1) + 0,459643(X_2) - 1,048949(X_3) - 2,476431(X_4) + 0,766161(X_5) + 2,116319(X_6)$$

Hipotesis :

¹⁴ Devi Rahmiyanti dan Bayu Arie Fianto, "Pengaruh Variabel Makroekonomi dan Indeks Saham Internasional terhadap Indeks Saham Jakarta Islamic Index (JII)", *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* 6, no. 12 (2019): 2381.

$H_0 : \beta_n = 0$ Variabel independen inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia dan harga emas dunia tidak mempengaruhi ISSI

$H_0 : \beta_n \neq 0$ Variabel independen variabel inflasi, BI rate, kurs, jumlah uang beredar, harga minyak dunia dan harga emas dunia mempengaruhi ISSI

- (1) Uji signifikansi pada (Inflasi) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik = $-1,2445 > t$ tabel $-2,01954$ sehingga data tidak signifikan dan bernilai negatif artinya ditolak. Maka dalam jangka panjang inflasi tidak berpengaruh signifikan dan bernilai negatif terhadap ISSI. Dapat diasumsikan jika terjadi kenaikan inflasi sebesar 1% maka akan menurunkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 1,319522 poin.
- (2) Uji signifikansi pada (BI rate) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik = $1,88727 < t$ tabel $2,01954$ sehingga data tidak signifikan dan bernilai positif artinya ditolak. Maka dalam jangka panjang BI rate tidak berpengaruh signifikan dan bernilai positif terhadap ISSI. Dapat diasumsikan jika terjadi kenaikan BI rate sebesar 1% maka akan meningkatkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 0,459643 poin.
- (3) Uji signifikansi pada (kurs) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik = $-1,36630 > t$ tabel $-2,01954$ sehingga data tidak signifikan dan bernilai negatif artinya ditolak. Maka dalam jangka panjang kurs tidak berpengaruh signifikan dan bernilai negatif terhadap ISSI. Dapat diasumsikan jika terjadi kenaikan kurs sebesar 1% maka akan menurunkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 1,048949 poin.
- (4) Uji signifikansi pada (jumlah uang beredar) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik = $-0,49162 < t$ tabel $-2,01954$ sehingga data tidak signifikan dan bernilai negatif artinya ditolak. Maka dalam jangka panjang jumlah uang beredar tidak berpengaruh signifikan dan bernilai negatif terhadap ISSI. Dapat diasumsikan jika terjadi kenaikan jumlah uang beredar sebesar 1% maka akan menurunkan

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 2,476431 poin.

- (5) Uji signifikansi pada (harga minyak dunia) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik = $1,8208 < t$ tabel $2,01954$ sehingga data tidak signifikan dan bernilai positif artinya ditolak. Maka dalam jangka panjang harga minyak dunia tidak berpengaruh signifikan dan bernilai positif terhadap ISSI. Dapat diasumsikan jika terjadi kenaikan harga minyak dunia sebesar 1% maka akan meningkatkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 0,766161 poin.
- (6) Uji signifikansi pada (harga emas dunia) didapatkan dengan membandingkan nilai t statistik $1,07968 < t$ tabel $2,01954$ sehingga data tidak signifikan dan bernilai positif artinya ditolak. Maka dalam jangka panjang harga emas dunia tidak berpengaruh signifikan dan bernilai positif terhadap ISSI. Dapat diasumsikan jika terjadi kenaikan harga emas dunia sebesar 1% maka akan meningkatkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 2,116319 poin.

Tabel 4.16 Pengujian Hipotesis

No	Variabel Bebas	Hasil Analisis Jangka Panjang	Hasil Analisis Jangka Pendek
1	Inflasi	Negatif (Signifikan)	Negatif (Tidak Signifikan)
2	BI Rate	Negatif (Signifikan)	Positif (Tidak Signifikan)
3	Kurs	Negatif (Signifikan)	Negatif (Tidak Signifikan)
4	Jumlah Uang Beredar	Positif (Signifikan)	Negatif (Tidak Signifikan)
5	Harga Minyak Dunia	Negatif (Signifikan)	Positif (Tidak Signifikan)
6	Harga Emas Dunia	Negatif (Signifikan)	Positif (Tidak Signifikan)

f. Impulse Response Function (IRF)

Langkah selanjutnya adalah melakukan uji *Impulse Response Function* (IRF), uji IRF ini berfungsi untuk menggambarkan eskpektasi k-periode ke depan dari kesalahan

prediksi suatu variabel akibat inovasi dari variabel lain. Jadi, lamanya pengaruh dari shock suatu variabel terhadap variabel lain sampai pengaruhnya hilang atau kembali ke titik keseimbangan dapat dilihat.

Tabel 4.17 Nilai Impulse Response Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

Perio d	ISSI	INFLAS I	KURS	BIRAT E	JUB	HMD	HED
1	0.04464 3	0.000000	0.00000 0	0.000000	0.00000 0	0.00000 0	0.00000 0
2	0.05023 9	0.017938	0.00922 8	0.003212	0.01630 0	0.00319 2	0.00824 5
3	0.05049 4	0.036860	0.01249 1	0.006199	0.02798 5	0.01363 8	- 8
4	0.03979 4	0.039127	0.01191 3	0.014897	0.03192 0	0.00664 5	- 2
5	0.03658 9	0.031952	0.02121 0	0.018211	0.02383 3	0.01855 7	- 7
6	0.03138 7	0.025885	0.02198 6	0.020394	0.02203 5	0.01935 2	- 3
7	0.03247 1	0.018841	0.01966 8	0.018551	0.01510 7	0.02377 5	- 6
8	0.02981 0	0.021041	0.01778 3	0.019801	0.01616 3	0.01976 7	- 6
9	0.02274 4	0.021095	0.01850 9	0.019063	0.01549 2	0.01483 3	- 4
10	0.01548 9	0.022599	0.01915 1	0.015353	0.01602 8	0.01226 6	- 7

Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Hasil IRF pada Tabel 4.17 menunjukkan saat terjadi guncangan pada tingkat inflasi, pada bulan pertama ISSI tidak merespon, kemudian pada bulan ke-2 direspon positif dan terus

berfluktuasi sampai bulan ke-10. Respon positif ISSI terhadap BI rate berlangsung sejak bulan kedua, mengalami kenaikan sampai periode ke-6 sebesar 2% dan berlanjut hingga mencapai puncaknya pada bulan ke-10 mengalami penurunan sebesar 1,5%. Guncangan yang terjadi pada kurs direspon positif oleh ISSI pada bulan ke-2 dan terus mengalami fluktuasi sampai periode ke-10, barulah setelah itu kondisi respon ISSI relatif stabil dalam respon positif. Respon positif ISSI terhadap jumlah uang yang beredar berlangsung sejak bulan kedua, mengalami kenaikan sampai periode ke-4 sebesar 3,19% dan berlanjut hingga mencapai puncaknya pada bulan ke-10 mengalami penurunan sebesar 1,6%. Respon ISSI terhadap guncangan harga minyak mengalami respon yang negatif pada periode ke-2 sebesar 0,3%. Kenaikan yang terjadi pada periode ke-3 mencapai 1,3%. Pada periode ke-4 dan seterusnya terjadi respon secara positif dan cenderung berfluktuasi. Respon ISSI terhadap guncangan harga emas mengalami respon negatif pada periode ke-2 sebesar -0,8% dan mengalami penurunan sampai periode ke-10 sebesar -1,2%.

g. Forecast Error Variance Decomposition

Forecast Error Variance Decomposition atau yang biasa disebut juga *Variance Decomposition* merupakan perangkat pada model VAR yang akan memisahkan variasi dari sejumlah variabel yang diestimasi menjadi komponen-komponen shock atau menjadi variabel innovation, dengan asumsi bahwa variabel-variabel innovation tidak saling berkorelasi. Kemudian, *Variance Decomposition* akan memberikan informasi mengenai proporsi dari pergerakan pengaruh shock pada sebuah variabel terhadap shock variabel lainnya pada periode saat ini dan periode yang akan datang.

Tabel 4.18 Forecast Error Variance Decomposition

Period	S.E.	ISSI	INFLA SI	KURS	BIRAT E	JUB	HMD	HED
1	0.044643	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.072650	85.57983	6.096430	1.613293	0.195483	5.033876	0.192998	1.288086
3	0.103562	65.88839	15.66858	2.248708	0.454472	9.779341	1.829127	4.131384

4	0.125085	55.28522	20.52475	2.448521	1.729886	13.21531	1.536001	5.260318
5	0.141279	50.04543	21.20439	4.173162	3.017523	13.20522	2.929367	5.424908
6	0.153800	46.39303	20.72478	5.564776	4.304512	13.19524	4.055027	5.762625
7	0.163550	44.96810	19.65448	6.367172	5.093189	12.52209	5.699164	5.695797
8	0.172030	43.64670	19.26042	6.823505	5.928278	12.20066	6.471437	5.668998
9	0.178505	42.16135	19.28516	7.412671	6.646489	12.08484	6.701014	5.708471
10	0.183828	40.46510	19.69583	8.074958	6.964716	12.15535	6.763771	5.880280

Sumber: Hasil data olahan *Eviews* 9, 2022.

Pada variabel inflasi terhadap ISSI mengalami fluktuasi, diawali pada periode ke-2 sebesar 6,1% sampai periode ke-5 inflasi bereaksi sebesar 21% dan mengalami penurunan hingga pada periode ke-10 yaitu sebesar 19,69%. Variabel BI rate terhadap ISSI mengalami peningkatan berawal dari periode-2 sebesar 0,2% dan terus mengalami kenaikan hingga periode-10 sebesar 7%. Sedangkan pengaruh variabel kurs terhadap ISSI mengalami peningkatan berawal dari periode ke-2 sebesar 1,6% dan terus mengalami kenaikan hingga periode ke-10 sebesar 8,1%. Variabel JUB terhadap ISSI mengalami peningkatan berawal dari periode-2 sebesar 5,03% dan terus mengalami kenaikan hingga periode-5 sebesar 13,2% dan terus mengalami kenaikan hingga periode-10 sebesar 12%. Hal tersebut diikuti oleh variabel HMD terhadap ISSI selalu mengalami peningkatan, namun diawali pada periode ke-1 sebesar 0,19% sampai periode ke 10 HMD ditutup dengan pengaruh sebesar 6,76%. Pada variabel HED sendiri terjadi ISSI selalu mengalami peningkatan dari awal periode. Pada periode pertama ISSI dipengaruhi sebesar 1,3% dan ditutup pada akhir periode ke 10 sebesar 5,8%.

B. Pembahasan

1. Variabel Inflasi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merespon negatif perubahan yang terjadi pada inflasi dalam jangka panjang, dibuktikan dengan hasil estimasi nilai t-statistic lebih kecil dari nilai t-tabelnya $-2,35012 < -2,01954$, artinya hipotesis 1 diterima. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tidak merespon negatif perubahan yang terjadi pada inflasi dalam jangka pendek, dibuktikan dengan hasil tabel $-1,2445 > -2,01954$. Peningkatan inflasi merupakan sinyal negatif bagi pemodal. Jika inflasi meningkat, pendapatan dan biaya perusahaan akan meningkat. Ketika peningkatan biaya produksi lebih tinggi daripada peningkatan harga maka profitabilitas perusahaan akan turun. Kemudian deviden yang akan diterima pemegang saham nantinya akan menurun serta berakhir dengan investor menarik dananya dari perusahaan. Hal inilah yang nantinya berdampak pada indeks saham.

Hal ini sesuai dengan teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang menjelaskan bahwa inflasi merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi harga saham dan dapat mempengaruhi keadaan suatu perusahaan dalam kegiatan operasionalnya. Saat terjadinya inflasi juga akan menurunkan dividen yang akan dibayarkan pada pemegang saham dan menurunkan daya beli atas produk atau jasa yang dihasilkan perusahaan. Ketika inflasi di Indonesia mengalami kenaikan secara terus-menerus tentu dapat mengganggu perekonomian, sehingga secara bertahap ISSI pun pasti akan anjlok dan ketika tingkat inflasi meningkat maka para investor akan cenderung melepas sahamnya untuk menghindari tingkat resiko yang tinggi, dengan semakin banyaknya investor yang melepas sahamnya maka saham menjadi sesuatu yang kurang menarik untuk investasi. Hal ini dapat mengakibatkan indeks saham turun.¹⁵

Tingkat inflasi yang tidak terkendali menyebabkan harga-harga akan terus mengalami peningkatan secara umum. Sementara pengaruhnya terhadap saham di pasar modal adalah mengurangi permintaan saham-saham karena berkurangnya pendapatan riil

¹⁵ Yolanda Gustiana, "Pengaruh Inflasi, Jumlah Uang Beredar, Harga Emas Dunia dan Harga Minyak Dunia terhadap Perkembangan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)", *Repository Universitas Muhammadiyah Bengkulu* (2020): 14.

masyarakat. Secara teori dapat dijelaskan bahwa tingkat inflasi yang tinggi biasanya dikaitkan dengan kondisi ekonomi yang terlalu panas (*overheated*). Artinya, kondisi ekonomi mengalami permintaan atas produk yang melebihi kapasitas penawaran produknya, sehingga harga-harga cenderung mengalami kenaikan. Kenaikan Inflasi menyebabkan kenaikan harga-harga secara umum. Kondisi demikian mampu meningkatkan biaya produksi dari meningkatnya harga bahan baku sedangkan daya beli masyarakat akan semakin melemah. Melemahnya daya beli masyarakat menyebabkan beberapa perusahaan kurang mampu menjual produk perusahaan sehingga mempengaruhi tingkat penjualan dan menyebabkan melemahnya profitabilitas perusahaan.

Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian Kristiyanto¹⁶ bahwa pasar modal merespon negatif perubahan yang terjadi pada inflasi. Dari sisi perusahaan, terjadinya peningkatan inflasi dapat meningkatkan biaya bahan baku dan biaya produksi, sehingga dapat menurunkan tingkat profitabilitas perusahaan sehingga laba per lembar saham yang dibagikan kepada investor mengalami penurunan. Akhirnya menurunkan minat investor dalam berinvestasi di pasar modal.

2. Variabel BI Rate terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merespon negatif perubahan yang terjadi pada kurs IDR/USD dalam jangka panjang, dibuktikan dengan hasil estimasi nilai t-statistic lebih kecil dari nilai t-tabelnya $-3,13664 < -2,01954$, artinya hipotesis 2 diterima. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tidak merespon negatif perubahan yang terjadi pada kurs IDR/USD dalam jangka pendek, dibuktikan dengan hasil tabel $1,88727 < 2,01954$. Kenaikan pada tingkat suku bunga mengarahkan para investor untuk mengubah struktur investasinya dari pasar modal kepada pasar uang pendapatan tetap. Suku Bunga bank yang tinggi akan menarik minat investor untuk menanamkan uangnya kedalam bentuk deposito di bank. Apabila hal ini dilakukan maka jumlah saham yang ditawarkan di pasar akan meningkat dan harga saham akan jatuh dan akhirnya mempengaruhi indeks saham.

¹⁶ Sony Kristiyanto, “Analisis Hubungan Tingkat Bunga, Inflasi dan Pertumbuhan Jumlah Uang Beredar di Indonesia Tahun 1982 – 2011 (Pendekatan Error Correction Model)”, *Equilibrium* 10, no. 2 (2017): 134.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa BI Rate berpengaruh negatif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), itu berarti besarnya nilai suku bunga mampu memberikan kontribusi yang signifikan dalam mempengaruhi Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Jika BI Rate turun akan menyebabkan laba yang dihasilkan dari seluruh kekayaan yang dimiliki juga besar. Hal ini akan menarik para investor untuk berinvestasi sebab profitabilitas akan mempengaruhi Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan banyaknya investor yang berminat untuk berinvestasi maka akan menyebabkan naiknya Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

BI Rate berpengaruh negatif menunjukkan arah kedua variabel tersebut negatif. Indeks Saham Syariah Indonesia terhadap arah negatif yang menunjukkan ISSI akan mengalami peningkatan jika BI rate rendah maka investasi saham pada ISSI akan mengalami kenaikan yang disebabkan oleh biaya produksi perusahaan semakin murah dan produktivitas perusahaan meningkat. Jika BI Rate tinggi maka akan menaikkan biaya produksi perusahaan yang berakibat menurunnya performa sahamnya di pasar modal. Seperti halnya di BEI (Bursa Efek Indonesia) ketika terjadi kenaikan pada suku bunga acuan maka akan mempengaruhi para investor untuk melakukan aksi ambil untung dan berujung melemahnya indeks saham. Misalnya saat suku bunga naik maka akan diikuti kenaikan suku bunga simpanan bagi bank swasta, hal ini dianggap keuntungan bagi investor karena jika ia memiliki deposito di bank maka uangnya akan bertambah seiring dengan kenaikan bunga simpanan tanpa harus memikirkan risiko berinvestasi di bursa saham. Hal ini akan menyebabkan permintaan saham berkurang dan akan menyebabkan indeks saham menurun. Begitu pula jika Bank Indonesia menurunkan tingkat suku bunga yang kemudian direspon oleh bank swasta yang juga ikut menurunkan tingkat bunga termasuk suku bunga pinjaman. Jika bunga pinjaman turun maka pembiayaan yang diberikan bank akan sangat menarik bagi para investor. Jika bunga pinjaman turun, para investor akan memilih untuk meminjam uang di bank untuk diinvestasikan di Indeks saham Syariah Indonesia. Dengan demikian BI Rate dikatakan negatif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).¹⁷

¹⁷ Meri Andani dan Azhar Latief, "Pengaruh Nilai Tukar Rupiah dan BI Rate terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)", *Borneo Student Research* 1, no. 3 (2020): 2115.

Hasil ini diperkuat oleh penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh Ardana¹⁸ yang menyimpulkan bahwa BI Rate mampu memengaruhi secara negatif terhadap pergerakan pasar modal. Besarnya nilai suku bunga mampu memberikan kontribusi yang signifikan dalam mempengaruhi pasar modal.

3. Variabel Kurs terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merespon negatif perubahan yang terjadi pada BI Rate dalam jangka panjang, dibuktikan dengan hasil estimasi nilai t-statistic lebih kecil dari nilai t-tabelnya $-3,03681 < -2,01954$, artinya hipotesis 3 diterima. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tidak merespon negatif perubahan yang terjadi pada BI Rate dalam jangka pendek, dibuktikan dengan hasil nilai t-statistic lebih besar dari nilai t-tabel bernilai $-1,36630 > -2,01954$. Naik turunnya kurs suatu negara akan mengakibatkan perubahan jumlah beban atau biaya yang akan dikeluarkan perusahaan, terutama perusahaan yang aktif dalam ekspor impor. Jika kurs dalam negeri melemah maka akan menurunkan minat investor untuk menanamkan modalnya karena menandakan prospek perekonomian domestik buruk. Sehingga indeks saham juga akan mengalami penurunan.

Hal tersebut sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Mishkin Frederic (2008) ketika mata uang suatu negara terapresiasi (nilainya naik secara relatif terhadap mata uang lainnya), barang yang dihasilkan oleh negara tersebut diluar negeri menjadi lebih mahal dan barang-barang luar negeri di negara tersebut menjadi lebih murah. Sebaliknya, ketika mata uang suatu negara terdeperesiasi, barang-barang negara tersebut menjadi lebih murah dan barang-barang luar negeri menjadi lebih mahal.

Pada saat nilai tukar mengalami kenaikan yang akan berpengaruh terhadap kenaikan harga akan terasa kepada perusahaan yang memiliki kegiatan operasional di bidang ekspor atau eksposur kurs asing terhadap hutang usahanya yang minim, sehingga adanya penguatan mata uang rupiah mampu meningkatkan kinerja usaha. Peningkatan kinerja usaha akan berdampak kepada *value* perusahaan yang meningkat sehingga harga sahamnya pun akan meningkat. Hal ini juga sesuai dengan

¹⁸ Yudhistira Ardana, "Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia: Model ECM", *Jurnal Bisnis dan Manajemen* 6, no. 1(2017): 17.

teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang menjelaskan bahwa kurs merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi harga saham dan dapat mempengaruhi keadaan suatu perusahaan dalam kegiatan operasionalnya.

Nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing pun mempunyai pengaruh negatif terhadap ekonomi dan pasar modal. Dengan menurunnya nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing akan mengakibatkan meningkatnya biaya impor bahan-bahan baku yang akan digunakan untuk produksi dan juga meningkatkan suku bunga. Walaupun menurunnya nilai tukar juga dapat mendorong perusahaan untuk melakukan ekspor. Nilai tukar uang atau kurs mata uang adalah catatan harga pasar dari mata uang asing dalam harga mata uang domestik, yaitu harga mata uang domestik dalam harga mata uang asing.¹⁹

Hasil temuan ini serupa dengan Zainuri dan Purtomo²⁰ bahwa indeks saham merespon negatif perubahan yang terjadi pada kurs IDR/USD disebabkan jika terjadinya depresiasi Rupiah terhadap Dollar Amerika maka investor akan melakukan aksi jual yang menyebabkan pada penurunan harga saham yang berujung pada indeks saham.

4. Variabel Jumlah Uang Beredar terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merespon positif perubahan yang terjadi pada jumlah uang beredar dalam jangka panjang, dibuktikan dengan hasil estimasi nilai t-statistic lebih besar dari nilai t-tabelnya $2,99539 > 2,01954$, artinya hipotesis 4 diterima. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tidak merespon positif perubahan yang terjadi pada jumlah uang beredar dalam jangka pendek, dibuktikan dengan hasil tabel $-0,49162 > -2,01954$. Jumlah uang beredar yang diminta untuk tujuan spekulasi dipengaruhi secara negatif oleh suku bunga. Permintaan uang tunai untuk tujuan spekulasi menunjukkan jumlah uang tunai yang diminta untuk tujuan membiayai transaksi pengeluaran yang sifatnya spekulatif seperti saham dan obligasi. Artinya, semakin

¹⁹ Meri Andani dan Azhar Latief, “Pengaruh Nilai Tukar Rupiah dan BI Rate terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)”, *Borneo Student Research* 1, no. 3 (2020): 2115.

²⁰ Fatimatuz Zahroh, Zainuri dan Rafael Purtomo, “Pengaruh Volatilitas Nilai Tukar terhadap Volume Perdagangan Internasional di ASEAN-3”, *e-Journal Ekonomi Bisnis dan Akuntansi* VI, no. 1 (2019): 28.

tinggi suku bunga semakin sedikit jumlah uang tunai yang diminta untuk tujuan spekulasi, dan sebaliknya.

Pertumbuhan jumlah uang beredar yang wajar memberikan pengaruh positif terhadap perekonomian dan pasar ekuitas secara jangka pendek. Namun, pertumbuhan yang signifikan akan memicu inflasi yang tentunya memberikan pengaruh negatif terhadap pasar ekuitas. Ukuran yang umum digunakan untuk mempelajari dampak jumlah uang beredar terhadap indeks saham adalah M1 (*narrow money*) dan M2 (*broad money*).

Saat memperkirakan kondisi perekonomian para investor juga perlu memperhatikan kemungkinan perubahan jumlah uang beredar. Pertumbuhan jumlah uang beredar yang terjadi secara wajar akan memberikan pengaruh positif terhadap ekonomi dan pasar saham secara jangka pendek, namun pertumbuhan yang drastis akan memicu inflasi yang tentunya memberikan pengaruh negatif. Jika terjadi kenaikan jumlah uang yang beredar akan menyebabkan stimulus ekonomi yang menghasilkan pendapatan perusahaan. Hal tersebut berpengaruh terhadap meningkatnya harga saham. Namun bila kenaikan inflasi maka akan menaikkan tingkat diskonto dan menurunkan harga saham.²¹

Hasil temuan ini serupa dengan Kristiyanto²² bahwa indeks saham merespon positif perubahan yang terjadi pada jumlah uang beredar. Jumlah uang beredar berpengaruh positif signifikan dalam jangka panjang ini menunjukkan bahwa setiap adanya peningkatan jumlah uang beredar maka indeks saham akan mengalami penurunan.

5. Variabel Harga Minyak Dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merespon negatif perubahan yang terjadi pada harga minyak dunia dalam jangka panjang, dibuktikan dengan hasil estimasi nilai t-statistic lebih kecil dari nilai t-tabelnya $-2,33903 < -2,01954$, artinya hipotesis 5 diterima. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tidak merespon negatif perubahan yang terjadi pada harga minyak dunia dalam

²¹ Mikail Firdaus, “Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia”, *Jurnal Ekonomi & Bisnis* 7, no. 2 (2017): 123.

²² Sony Kristiyanto, “Analisis Hubungan Tingkat Bunga, Inflasi dan Pertumbuhan Jumlah Uang Beredar di Indonesia Tahun 1982 – 2011 (Pendekatan Error Correction Model)”, *Equilibrium* 10, no. 2 (2017): 134.

jangka pendek, dibuktikan dengan hasil tabel $1,8208 < 2,01954$. Harga minyak dunia yang fluktuatif akan berdampak besar terhadap perekonomian secara makro dan pasar modal. Kenaikan harga minyak dunia akan berpengaruh secara positif karena meningkatnya harga minyak dunia akan membuat tingkat profitabilitas perusahaan meningkat. Tentunya hal tersebut juga akan menarik minat investor untuk menginvestasikan asetnya pada perusahaan dan hal ini akan berdampak pada harga saham perusahaan serta akan membuat indeks harga saham bergerak positif.

Lonjakan harga minyak akan memberikan keuntungan tersendiri bagi perusahaan-perusahaan Indonesia yang bergerak disektor komoditi minyak dan pertambangan karena mampu menarik bagi investor untuk menanamkan dana investasinya diberbagai sektor komoditi minyak atau pertambangan pada pasar modal Indonesia. Namun ketidakstabilan Harga Minyak Dunia juga berdampak negatif bagi perusahaan yang menggunakan minyak sebagai bahan bakar karena lonjakan harga minyak mentah dunia akan membuat harga bahan bakar pendukung produksi menjadi naik dan memberikan pengaruh meningkatnya biaya produksi dan menurunkan laba. Penurunan kemampuan menghasilkan laba dan membagikan dividen akan membuat minat investor menjadi rendah, dan investor perusahaan yang bersangkutan akan cenderung untuk menjual sahamnya sehingga harga saham turun hal ini juga berimbas pada menurunnya Indeks Saham Syariah Indonesia.²³

Bagi perusahaan pengeksplor yang bergerak pada sektor pertambangan ataupun sektor komoditi minyak, meningkatnya harga minyak dunia memberikan dampak berupa meningkatnya pendapatan atau profitabilitas perusahaan. Hal tersebut mampu menarik investor untuk menginvestasikan aset atau menambah investasi yang dimiliki. Berakibat meningkatnya harga saham perusahaan tersebut yang secara langsung juga berpengaruh pada pergerakan indeks saham. Maka meningkatnya harga minyak dunia dianggap mampu meningkatkan harga saham serta meningkatkan indeks saham.

²³ Citra Puspa Mawarni dan Anny Widiasmara, "Pengaruh Fed Rate, Harga Minyak Dunia, BI Rate, Inflasi dan Kurs Rupiah terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode Tahun 2011-2017", *Jurnal Akuntansi* 2, no. 2 (2018): 291.

Hasil temuan ini serupa dengan Ardana²⁴ bahwa pasar modal merespon negatif perubahan yang terjadi pada harga minyak dunia. Harga minyak dunia berpengaruh negatif signifikan dalam jangka panjang ini menunjukkan bahwa setiap adanya peningkatan harga minyak dunia maka pasar modal akan mengalami penurunan.

6. Variabel Harga Emas Dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merespon negatif perubahan yang terjadi pada harga emas dunia dalam jangka panjang, dibuktikan dengan hasil estimasi nilai t-statistic lebih kecil dari nilai t-tabel bernilai harga emas dunia $-2,30062 < -2,01954$, artinya hipotesis 6 diterima. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tidak merespon negatif perubahan yang terjadi pada harga emas dunia dalam jangka pendek, dibuktikan dengan hasil nilai t-tabel bernilai $1,07968 < 2,01954$. Emas memiliki harga yang cenderung mengalami kenaikan dan merupakan salah satu komoditi yang paling liquid. Emas dapat dijadikan pilihan para investor dalam menginvestasikan dana miliknya jika risiko yang timbul dari investasi di pasar modal dirasa tidak dapat dikompensasi oleh tingkat *return* yang didapatkan akan menurunkan indeks saham, ditambah jika keadaan ekonomi sedang tidak stabil tentu emas dapat menjadi pilihan yang menggiurkan.

Harga emas naik maka akan menaikkan pendapatan perusahaan pada sektor pertambangan terutama jenis emas. Sesuai dengan teori portofolio atau menginvestasikan dana tidak di satu aset saja melainkan ke beberapa aset dengan proporsi dana tertentu, maka disaat harga emas tinggi hal ini juga menarik investor untuk membeli saham agar portofolio investasinya semakin bervariasi dengan tujuan untuk meminimalkan resiko investasi atau biasa disebut dengan *hedging* (lindung nilai).

Ditengah keadaan perekonomian dunia yang tidak menentu saat ini investasi emas merupakan salah satu jenis investasi yang menarik untuk dilakukan. Karena investasi dalam bentuk emas dipercaya sebagai salah satu komoditi yang menguntungkan sebab selain harganya cenderung mengalami peningkatan, emas juga merupakan bentuk investasi yang sangat *liquid*, karena dapat di terima di wilayah atau negara manapun. Sehingga investor tertarik

²⁴ Yudhistira Ardana, "Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia: Model ECM", *Jurnal Bisnis dan Manajemen* 6, no. 1(2017): 17.

untuk melakukan diversifikasi terhadap investasinya untuk mengurangi resiko investasi, dimana unsur resiko dapat diminimalisir melalui diversifikasi dan mengkombinasikan berbagai instrumen investasi kedalam portofolio.²⁵

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rahmiyanti dan Fianto²⁶ bahwa indeks saham merspon negatif perubahan yang terjadi pada harga emas dunia. Setiap adanya peningkatan harga emas maka indeks saham akan mengalami peningkatan dan pada jangka pendek tidak terjadi hubungan antar harga emas dengan indeks saham.



²⁵ Yolanda Gustiana, “Pengaruh Inflasi, Jumlah Uang Beredar, Harga Emas Dunia dan Harga Minyak Dunia terhadap Perkembangan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)”, *Repository Universitas Muhammadiyah Bengkulu* (2020): 15.

²⁶ Devi Rahmiyanti dan Bayu Arie Fianto, “Pengaruh Variabel Makroekonomi dan Indeks Saham Internasional terhadap Indeks Saham Jakarta Islamic Index (JII)”, *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* 6, no. 12 (2019): 2381.