

## **FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA (ISSI) DALAM JANGKA PANJANG DAN JANGKA PENDEK TAHUN 2019-2023**

Norlatifah, Sri Maulida

Universitas Lambung Mangkurat, Banjarmasin, Indonesia

Corresponding author: [latifahnor921@gmail.com](mailto:latifahnor921@gmail.com)

**Received:** 05 Mei 2025; **Revised:** 08 Juni 2025; **Accepted:** 11 Juli 2025

**Available online:** 09 Desember 2025; **Published regularly:** 30 Desember 2025

### **Abstract**

*This study analyzes the factors influencing the Indonesia Sharia Stock Index (ISSI) in the long and short term during 2019–2023. The variables are grouped into internal factors (inflation, BI Rate, gold prices, and exchange rates) and external factors (The Fed interest rate, FTFBMHS, FTDQAS, and world oil prices). Using secondary data and the Vector Error Correction Model (VECM), the findings show that in the first model, inflation has a significant positive impact, while the BI Rate has a significant negative impact on ISSI in the long term. Exchange rates positively affect ISSI, while gold prices show no significant impact in either the long or short term. In the second model, FTFBMHS (FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index) positively affects ISSI, whereas FTDQAS (FTSE NASDAQ Dubai 10 Shariah Index) negatively influences ISSI in the long term. In the short term, The Fed interest rate and world oil prices exhibit a significant negative impact on ISSI.*

**Keywords:** Indonesian Sharia Stock Index; Long Term; Short Term; FTFBMHS; FTDQAS.

### **PENDAHULUAN**

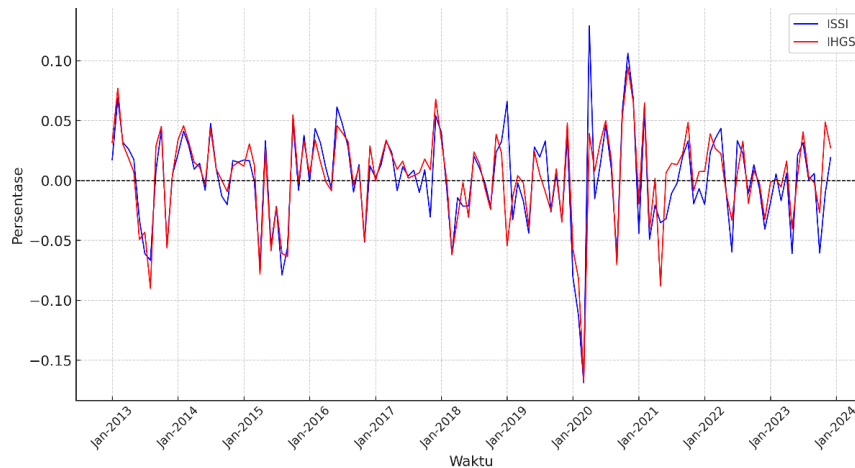
Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) adalah indikator utama yang menunjukkan kinerja pasar modal berbasis syariah di Indonesia (Khotimah et al., 2024). Sebagai indikator utama dalam menggambarkan pertumbuhan serta kestabilan pasar modal syariah di Indonesia, ISSI mencerminkan pergerakan keseluruhan saham syariah di Bursa Efek Indonesia (BEI) (Saefudin, 2024). Indonesia, sebagai negara dengan populasi Muslim terbesar di dunia, memiliki potensi besar dalam pengembangan pasar modal berbasis syariah. ISSI pertama kali diterbitkan oleh Bapepam-LK dan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) pada 12 Mei 2011.

Teori Neo-Klasik menekankan pentingnya tabungan sebagai sumber investasi. Investasi dianggap sebagai salah satu faktor pendorong pertumbuhan dan pembangunan ekonomi (Zulfahani et al., 2023). Pertumbuhan investasi yang lebih pesat dibandingkan dengan pertumbuhan jumlah penduduk akan mempercepat peningkatan rata-rata stok modal per pekerja (Darmawan & Haq, 2022).

Pada gambar 1, menunjukkan bahwa pandemi COVID-19 tidak hanya berdampak pada IHSG, tetapi juga menyebabkan ISSI mengalami penurunan lebih tajam sebesar 16,89% *year to date*. Namun, ISSI memiliki keunggulan dibandingkan IHSG melalui kriteria ketat, seperti batasan terhadap utang yang menggunakan sistem bunga hingga tidak melebihi 45% dari keseluruhan aset perusahaan. Kebijakan ini membantu emiten syariah bertahan di tengah

ketidakpastian ekonomi, sehingga ISSI menunjukkan kestabilan lebih baik dengan struktur keuangan yang lebih sehat dan minim ketergantungan pada utang berbasis bunga.

**Gambar 1. Grafik Perkembangan ISSI dan IHGS Tahun 2019-2024**



Sumber : PT. Bursa Efek Indonesia

Pergerakan ISSI dipengaruhi oleh berbagai faktor, termasuk faktor makroekonomi domestik seperti inflasi, jumlah uang beredar, nilai tukar, dan *BI rate*. Selain itu, faktor makroekonomi global seperti kebijakan *the fed* dan harga minyak dunia juga mendapat respon dari pasar modal, sehingga turut mempengaruhi pembentukan harga saham (Shofiyullah, 2017). Dalam penelitian ini variabel domestik yang digunakan antara lain inflasi, *BI rate*, harga emas dan kurs. Selain itu, penelitian ini juga menggunakan variabel global seperti suku bunga *The Fed*, indeks saham global serta harga minyak dunia.

Inflasi adalah kondisi yang mencerminkan kenaikan harga barang dan jasa secara umum yang terjadi secara berkelanjutan (Darain & Nuryadin, 2023). Tingginya inflasi menjadi indikator yang menyebabkan kenaikan risiko investasi pada saham termasuk Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) (Setyani, 2018), namun menurut Putri & Anward (2023) tidak semua inflasi memberikan dampak yang buruk. Ketika inflasi terjadi pada tingkat rendah, produksi perusahaan cenderung meningkat dan harga saham juga berpotensi naik (Athariah & Sa'roni, 2023). Menurut Astuti (2021), inflasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Variabel berikutnya yaitu *BI rate*, *BI rate* di naikan untuk mengurangi laju inflasi. Perubahan *BI rate* akan mempengaruhi tingkat inflasi (Langi et al., 2014). Kenaikan tingkat *BI rate* bertujuan untuk menekan laju aktivitas ekonomi yang berpotensi memicu inflasi (Dzul et al., 2024). Kenaikan *BI Rate* akan berdampak pada meningkatnya suku bunga kredit dan deposito (Indriyani, 2016). Peningkatan suku bunga deposito mendorong masyarakat untuk menyimpan dana di perbankan, sehingga jumlah uang yang beredar di masyarakat berkurang. Sementara itu, kenaikan suku bunga kredit menyebabkan peningkatan biaya modal, yang dapat menghambat investasi oleh pelaku usaha. Menurut Chotib & Huda (2020), memiliki pengaruh dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Harga emas juga dapat mendorong kenaikan indeks saham. Namun, jika kenaikan ini membuat investor lebih memilih berinvestasi pada emas, maka indeks saham cenderung mengalami penurunan (Ardana, 2016). Hal tersebut disebabkan oleh karakteristik emas sebagai salah satu instrumen investasi yang dianggap bebas risiko dan memiliki tingkat keamanan yang

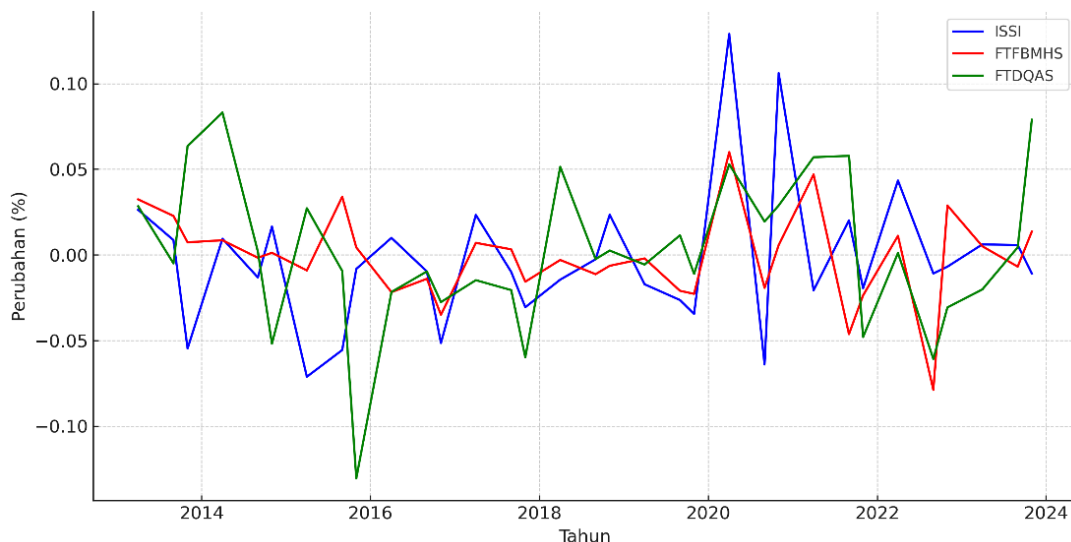
tinggi. Menurut Basit (2020), Harga emas memiliki hubungan negatif terhadap harga saham, di mana peningkatan harga emas cenderung menurunkan minat investasi pada saham, sehingga menekan harga saham di pasar modal.

Selanjutnya kurs atau nilai tukar, menurut Ramadhanty & Syafrudin (2021) kurs perbandingan nilai mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain. Saat kurs mengalami kenaikan maka volume perdagangan saham syariah juga meningkat (Yuniati, 2018). Menurut (Ardana, 2016), dalam jangka pendek kurs memiliki pengaruh positif signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Namun, dalam jangka panjang tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Selain faktor domestik ada juga faktor global, seperti suku bunga *The Fed* sebagai acuan bagi tingkat bunga di seluruh dunia dan dapat mempengaruhi perekonomian global termasuk Indonesia (Faruqi et al., 2022). Kenaikan suku bunga *The Fed* mendorong peningkatan bunga pinjaman dan simpanan di lembaga keuangan, menarik minat investor global untuk menempatkan dana di deposito Amerika (Mawarni, 2018). Menurut Nida (2024), suku bunga *The Fed* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Pergerakan indeks saham indonesia juga dipengaruhi oleh indeks pasar modal global. Investor internasional dapat mendiversifikasi portofolionya dengan berinvestasi di pasar modal dan menggabungkan indeks asing sebagai dasar untuk membuat prediksi masa depan (Wibowo, 2019). Seperti Malaysia dan Dubai yang juga memiliki pertumbuhan saham syariah cukup pesat. Berikut perkembangan indeks saham syariah di negara Indonesia, Malaysia, dan Uni Emirat Arab dari tahun 2013 sampai 2023:

**Gambar 2. Grafik Perkembangan ISSI dan IHGS Tahun 2019-2024**



Sumber: *Trading Economics*

Pada gambar 2, terlihat bahwa ketiga indeks menunjukkan fluktuasi yang signifikan, baik dalam tren positif maupun negatif, sepanjang periode 2013 hingga 2024. Sebelum pandemi COVID-19, pergerakan ISSI cenderung lebih stabil, dengan rentang return bulanan antara -5% hingga +5%. Namun pada Maret–Mei 2020, ISSI mengalami penurunan tajam

hingga mendekati -20%. Sementara itu, FTFBMHS dan FTDQAS juga mengalami penurunan, namun dengan tingkat volatilitas yang lebih rendah dibandingkan ISSI.

Tiga negara tersebut memiliki hubungan ekonomi yang erat. Menurut Menteri Koordinator Bidang Perekonomian Republik Indonesia, Hartanto (2021) menyebutkan bahwa Indonesia dan Uni Emirat Arab (UEA) telah menjalin hubungan diplomatik sejak tahun 1976, dengan UEA berperan sebagai mitra utama Indonesia di Timur Tengah dalam bidang perdagangan dan investasi. Selain itu, Malaysia juga merupakan salah satu mitra strategi ekonomi Indonesia, khususnya dalam sektor investasi dan perdagangan. Menurut Oceania & Ardiansyah (2023), beberapa indeks saham syariah global dalam jangka pendek berpengaruh positif signifikan terhadap indeks saham syariah yang ada di Indonesia. Sedangkan, menurut Firli & Jayasena (2021) indeks saham syariah global tidak memiliki pengaruh terhadap indeks saham syariah Indonesia.

Selain itu, Harga minyak dunia merupakan salah satu faktor utama juga yang mempengaruhi berbagai sektor riil dan fiskal, salah satunya saham (Suciningtias & Khoiroh, 2015). Menurut Witjaksono (2010), secara umum peningkatan harga minyak akan mendorong kenaikan harga saham di sektor pertambangan. Hal ini disebabkan oleh kenaikan harga minyak yang cenderung diikuti oleh peningkatan harga komoditas tambang secara keseluruhan, sehingga perusahaan pertambangan memperoleh laba yang lebih tinggi. Selanjutnya, kenaikan harga saham di sektor pertambangan berkontribusi terhadap peningkatan indeks saham secara keseluruhan (Syarofi, 2014). Berdasarkan hasil penelitian Sugiarti & Ardana (2024), menemukan bahwa harga minyak dunia memiliki pengaruh positif, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antar variabel terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Selain itu, juga untuk membandingkan antara faktor domestik dan faktor global terkait dengan naik dan turunnya harga indeks saham syariah Indonesia.

## **KAJIAN PUSTAKA**

### **1. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)**

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan indikator yang mencerminkan keseluruhan saham syariah di Indonesia, sehingga dapat digunakan sebagai acuan untuk memantau perkembangan ekonomi di pasar modal syariah. Melalui ISSI, pasar modal menyediakan peluang bagi investor untuk menanamkan modal pada perusahaan-perusahaan yang beroperasi sesuai dengan prinsip-prinsip syariah (Triuspitorini, 2021).

Nilai Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dipengaruhi oleh beberapa faktor, diantaranya faktor internal yang merupakan hal yang memberikan perubahan signifikan berupa profitabilitas perusahaan, proporsi hutang, dan deviden. Tidak hanya itu, faktor eksternal yang juga memberikan pengaruh yaitu informasi publik, kebijakan makroekonomi, kondisi sosial, dan kondisi politik suatu Negara (Purwaningsih & Sulistiyani, 2020).

Penelitian empiris menunjukkan bahwa pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sangat dipengaruhi oleh faktor-faktor makroekonomi. Rachmawati & Laila (2015) menemukan bahwa nilai tukar rupiah berpengaruh negatif secara signifikan terhadap harga saham yang tercatat dalam ISSI, sedangkan variabel inflasi dan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) tidak memberikan dampak signifikan. Berbeda dengan Rachmawati & Laila (2015), Paramita (2016) justru menunjukkan bahwa inflasi memiliki pengaruh signifikan

terhadap ISSI dalam jangka pendek. Selain itu, nilai tukar, Indeks Produksi Industri (IPI), Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), dan *Dow Jones Islamic Market U.S.* (IMUS) juga berpengaruh signifikan terhadap ISSI dalam jangka pendek. Menariknya, dalam jangka panjang, Paramita (2016) tetap menemukan bahwa inflasi, suku bunga, nilai tukar, IHSG, dan IMUS memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan ISSI. Perbedaan temuan ini menunjukkan bahwa pengaruh variabel makroekonomi, khususnya inflasi dan suku bunga, terhadap ISSI belum sepenuhnya konsisten antar studi, tergantung pada periode analisis dan pendekatan metodologis yang digunakan. Oleh karena itu, diperlukan penelitian lanjutan untuk memperoleh pemahaman yang lebih komprehensif mengenai hubungan tersebut.

## 2. Inflasi

Inflasi adalah kondisi kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan berkelanjutan dalam periode tertentu, yang menyebabkan daya beli uang menurun. Penyebab inflasi meliputi kenaikan biaya produksi, tingginya permintaan, dan peningkatan jumlah uang beredar. Inflasi yang berlebihan dapat berdampak negatif, seperti menurunkan nilai tabungan dan menaikkan biaya hidup. Menurut Bank Indonesia (2009), terdapat tiga teori utama inflasi:

- a. Teori Kuantitas, yang menyatakan bahwa kenaikan jumlah uang beredar menjadi faktor utama kenaikan harga;
- b. Teori Keynesian, yang menilai bahwa peningkatan uang beredar di kondisi ekonomi belum penuh kapasitas lebih berdampak pada output dan kesempatan kerja daripada harga; dan
- c. Teori Strukturalis, yang menyoroti faktor struktural di negara berkembang, seperti rendahnya elastisitas ekspor dan produksi pangan yang lambat dibandingkan pertumbuhan penduduk, sebagai penyebab utama inflasi.

Saat inflasi naik, nilai rupiah melemah yang dapat mempengaruhi tingkat investasi suatu negara (Hasibuan et al., 2023). Inflasi mempunyai dampak positif atau negatif tergantung pada tingkatnya. Fluktuasi inflasi di Indonesia berpotensi mempengaruhi investasi di pasar modal, termasuk Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) (Suciningtias & Khoiroh, 2015). Secara teoritis, peningkatan inflasi dan BI Rate cenderung menurunkan ISSI karena meningkatkan risiko investasi saham (Arthalya & Perdistya, 2023).

## 3. BI Rate

Menurut Bank Indonesia (2015a), BI Rate adalah suku bunga acuan yang mencerminkan arah kebijakan moneter dan dipublikasikan untuk umum. Penetapannya mempertimbangkan berbagai faktor ekonomi seperti indikator utama, risiko, dan hasil riset kebijakan untuk mencapai sasaran inflasi. BI Rate membantu individu dan lembaga dalam perencanaan keuangan, dengan tiga manfaat utama:

- a. Sebagai Mengelola Pinjaman, memprediksi perubahan cicilan dan menyesuaikan keuangan saat *BI Rate* berubah;
- b. Sebagai Strategi Investasi, memilih instrumen investasi yang sesuai dengan kondisi *BI Rate*; dan



- c. Sebagai Mengatur Tabungan, memperkirakan perubahan bunga tabungan dan mencari alternatif jika perlu.

Teori Efek Fisher menyatakan bahwa suku bunga nominal adalah gabungan suku bunga riil dan ekspektasi inflasi. Inflasi yang tinggi mendorong kenaikan suku bunga nominal, yang dapat menekan pasar saham. BI Rate biasanya naik saat inflasi melampaui target dan turun jika inflasi rendah, memengaruhi laba, harga saham perusahaan, serta Indeks Saham Syariah Indonesia (Wati, 2020).

#### **4. Harga Emas**

Emas merupakan logam mulia yang banyak diminati sebagai instrumen investasi karena kecenderungan harga jual dan belinya yang meningkat. Namun, harga emas juga mengalami fluktuasi, salah satunya dipengaruhi oleh pergerakan nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS, yang menjadi risiko dalam investasi emas (Nadir & Sukmana, 2023). Di Indonesia, emas berperan penting dalam perekonomian nasional; sebagai sumber daya alam unggulan, kenaikan harga emas global memberikan keuntungan ekspor, sementara penurunan harga emas, seperti pada PT Freeport dan PT Antam, berdampak negatif pada nilai saham perusahaan (Zulfahani et al., 2023).

Kenaikan harga emas mendorong investor beralih dari pasar modal ke emas karena dianggap lebih aman dan stabil (Wati, 2020). Peralihan ini menekan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), mengingat emas berfungsi sebagai *safe haven* yang cenderung stabil saat pasar bergejolak. Secara empiris, harga emas menunjukkan hubungan negatif dengan pergerakan harga saham, kenaikan harga emas menurunkan minat investasi saham dan menekan harga saham di pasar modal (Basit, 2020).

#### **5. Kurs**

Kurs adalah harga mata uang domestik terhadap mata uang asing (Hastuti et al., 2020). Secara umum, teori nilai tukar dibagi menjadi teori persamaan umum dan teori berdasarkan permintaan dan penawaran. Seperti halnya dalam hukum ekonomi, ketika permintaan dan penawaran valuta asing bertemu, terbentuk pasar dan harga.

Kenaikan nilai tukar memengaruhi harga barang secara umum dan dapat bersifat stabil maupun fluktuatif. Peningkatan nilai tukar menciptakan persepsi positif di kalangan investor terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), sehingga menarik lebih banyak investasi dan mendorong peningkatan permintaan serta volume perdagangan saham syariah (Yuniati, 2018).

Ardana (2016) menyebutkan bahwa dalam jangka pendek kurs berpengaruh positif signifikan terhadap ISSI, namun dalam jangka panjang pengaruhnya tidak signifikan. Ketika kurs melemah terhadap dolar AS, biaya impor naik dan memengaruhi kinerja perusahaan dalam ISSI, terutama yang bergantung pada bahan baku impor.

## 6. Suku Bunga *The Fed*

Suku bunga *The Fed* adalah tingkat suku bunga yang ditetapkan oleh Bank Sentral AS sebagai acuan global dan berdampak pada perekonomian dunia (Attallah Al Faruqi et al., 2022). *The Fed*, didirikan pada 1914, berfungsi mengawasi sistem perbankan dan mengatur jumlah uang beredar guna menjaga stabilitas ekonomi. *The Fed* memiliki dua tugas utama:

- a. Mengawasi dan menjaga kesehatan bank dengan memantau kondisi keuangan, memfasilitasi transaksi, serta bertindak sebagai lender of last resort saat terjadi krisis keuangan; dan
- b. Mengendalikan jumlah uang beredar melalui kebijakan moneter yang dirumuskan oleh *Federal Open Market Committee* (FOMC), yang rutin mengevaluasi kondisi ekonomi setiap enam minggu.

Berbeda dengan *BI Rate* yang berfokus pada ekonomi domestik, suku bunga *The Fed* menjadi acuan global karena Amerika Serikat merupakan ekonomi terbesar dunia (Sander, 2009). Secara teori klasik, suku bunga *The Fed* memengaruhi suplai uang dan inflasi, yang berdampak pada pergerakan Indeks Saham Syariah. Kenaikan suku bunga *The Fed* meningkatkan suku bunga pinjaman dan simpanan di AS, menarik investor global untuk memindahkan dananya ke aset AS (Citra Puspa Mawarni, 2018). Hal ini mendorong capital outflow dari negara berkembang, termasuk Indonesia, yang menekan pasar modal dan menurunkan harga saham dalam ISSI.

## 7. FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index (FTFBMHS)

Menurut FTSE (2012), *FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index* dirancang sebagai dasar produk investasi Syariah yang memenuhi standar screening internasional. Indeks ini disaring oleh Shariah Advisory Council (SAC) Malaysia dan Yasaar Ltd dengan pedoman yang ketat, dan terdiri dari 30 perusahaan dengan kapitalisasi pasar terbesar (Shofiyullah, 2017). Konstituen indeks dilarang terlibat dalam sektor seperti perbankan konvensional, alkohol, rokok, game, senjata, asuransi jiwa konvensional, serta produk non-halal (Mawardani, 2019). FTFBMHS dan ISSI saling berkaitan secara ekonomi; perubahan FTFBMHS dapat memengaruhi minat investor terhadap saham syariah di Asia Tenggara. *Spillover effect* dari FTFBMHS berpotensi mendorong kenaikan ISSI ketika investor menilai kebijakan di Malaysia berdampak positif bagi pasar syariah Indonesia.

## 8. FTSE NASDAQ Dubai 10 Shariah Index (FTDQAS)

*FTSE NASDAQ Dubai 10 Shariah Index* mencakup 10 saham syariah terbesar dan paling likuid di NASDAQ Dubai yang dipilih sesuai prinsip syariah, berperan sebagai *benchmark* investasi syariah di Timur Tengah dengan transparansi dan likuiditas tinggi. Sesuai teori efisiensi pasar, perkembangan ekonomi Timur Tengah atau kinerja saham syariah global dapat memengaruhi ISSI melalui *spillover effect*, mirip dengan FTFBMHS. *Spillover* terjadi ketika perubahan di pasar Dubai memengaruhi sentimen dan arus modal di pasar saham syariah Indonesia. Teori penularan krisis menjelaskan bahwa guncangan di satu pasar dapat menular ke pasar lain jika terjadi tren yang sejalan (Oceania & Ardiansyah, 2023).

## 9. Harga Minyak Dunia

Harga minyak dunia adalah nilai moneter per barel minyak dalam dolar AS, dengan tiga jenis utama: WTI (Amerika), Brent (Eropa), dan Dubai (Timur Tengah), ditentukan berdasarkan derajat API dan kadar belerang (Arthalya & Perdistya, 2023). Permintaan energi global masih sangat bergantung pada minyak bumi, di mana negara maju mengonsumsi dua pertiga pasokan dunia, meski hanya memproduksi sepertiganya. Pergerakan harga minyak dipengaruhi oleh suplai yang menurun, perbaikan kilang, cuaca ekstrem, geopolitik, serta lonjakan permintaan dari negara berkembang seperti Cina dan India. Harga minyak dunia, terutama WTI dan Brent, menjadi acuan utama di pasar global dan berdampak signifikan pada sektor riil dan fiskal, termasuk pasar saham (Suciningtias & Khoiroh, 2015). Kenaikan harga minyak cenderung mendorong naiknya harga saham sektor tambang karena peningkatan laba, sementara sektor non-tambang terdampak negatif akibat kenaikan biaya operasional, yang menekan profitabilitas dan memicu aksi jual saham (Syarofi, 2014).

## METODE

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang memengaruhi Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) baik dalam jangka panjang maupun pendek selama periode 2019–2023. Fokus kajian mencakup pengaruh inflasi, *BI Rate*, harga emas, dan kurs, serta faktor eksternal seperti suku bunga *The Fed*, FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index (FTFBMHS), FTSE NASDAQ Dubai 10 Shariah Index (FTDQAS), dan harga minyak dunia terhadap pergerakan ISSI. Pemilihan periode 2019–2023 didasarkan pada pertimbangan dinamika ekonomi global dan domestik yang cukup signifikan, termasuk adanya pandemi COVID-19, pemulihan ekonomi pascapandemi, serta fluktuasi tajam pada harga komoditas dan suku bunga global. Rentang waktu ini dinilai representatif untuk mengukur sensitivitas ISSI terhadap berbagai faktor ekonomi dalam situasi yang penuh ketidakpastian.

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder berupa data bulanan selama lima tahun, mulai Januari 2019 hingga Desember 2023. Data ini diperoleh dari berbagai sumber resmi seperti Bank Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK), *World Bank*, dan *Investing.com*. Teknik pengumpulan data dilakukan melalui metode dokumentasi, yakni dengan menghimpun, mencatat, dan menganalisis data dari laporan-laporan yang tersedia di situs resmi masing-masing lembaga tersebut.

Untuk teknik analisis, penelitian ini menggunakan metode *Restricted Vector Autoregression (Restricted VAR)* atau *Vector Error Correction Model (VECM)*. Metode VECM dipilih karena mampu menganalisis hubungan dinamis jangka panjang dan pendek antar variabel. Sebelum menerapkan VECM, dilakukan pengujian stasioneritas data. Apabila data bersifat stasioner di level, maka digunakan model VAR standar. Namun jika data baru menjadi stasioner setelah diferensiasi, dilakukan uji kointegrasi untuk memastikan adanya hubungan jangka panjang antar variabel. Jika hasilnya menunjukkan terdapat kointegrasi, maka model yang diterapkan adalah VECM, yaitu VAR yang dipersyaratkan atau *constrained VAR*.



## HASIL DAN PEMBAHASAN

### 1. Uji Stasionaritas

Uji stasioneritas ini dilakukan dengan membandingkan nilai ADF (*Augmented Dickey-Fuller*) hitung dengan nilai kritis MacKinnon pada level 5%. Jika nilai probabilitas  $< 0,05$ , maka data stasioner. Sebaliknya, jika nilai probabilitas  $\geq 0,05$ , maka data tidak stasioner.

**Tabel 1.** Hasil Uji Stasionaritas

Variabel	Level <i>P value</i>	First Difference <i>P value</i>	Second Difference <i>P value</i>
ISSI	0,0000	0,0000	0,0000
Inflasi	0,1219	0,2216	0,0000
BI Rate	0,6011	0,0066	0,0000
Harga Emas	0,0000	0,0000	0,0000
Kurs	0,0000	0,0000	0,0000
Suku Bunga <i>The Fed</i>	0,8372	0,0226	-
FTFBMHS	0,0000	0,0000	-
FTDQAS	0,0000	0,0000	-
Harga Minyak Dunia	0,0000	0,0000	-

Sumber: Hasil Output Eviews 12

Tabel 1 menunjukkan bahwa pada model pertama yaitu nilai probabilitas variabel inflasi, *BI rate*, harga emas, dan kurs  $0,0000 < 0,05$ , stasioner pada tingkat *second difference*. Sedangkan model kedua yaitu variabel suku bunga *The Fed*, FTFBMHS, FTDQAS, dan harga minyak dunia stasioner pada tingkat *first difference*.

### 2. Uji Lag Optimal

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SIC), dan *Hanna Quinn Criterion* (HQ). Lag yang dipilih adalah model dengan nilai AIC terendah.

**Tabel 2.** Hasil Uji Lag Optimal

Model 1						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	688,4032	NA	1,111e-17	-24,85103	-24,66854	-24,78046
1	866,3408	317,0525	4,28e-20	-30,41239	-29,31748*	-29,98898
2	885,9450	31,36660	5,33e-20	-30,21618	-28,20885	-29,43993
3	902,7953	23,89687	7,61e20	-29,91983	-27,00007	-28,79074
4	951,0168	59,61928*	3,68e-20*	-30,76425*	-26,93207	-29,28231
5	969,4069	19,39324	5,74e-20	-30,52389	-25,77928	-28,68911
Model 2						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	440,9796	NA	8,96e-14	-15,85380	-15,67132	-15,78324
1	565,4240	221,7373	2,42e-15	-19,46996	-18,37506*	-19,04655*
2	595,5548	48,20917	2,05e-15	-19,65654	-17,64920	-18,88028
3	627,8825	45,84666*	1,67e-15*	-19,92300	-17,00324	-18,79391
4	653,3287	31,46073	1,85e-15	-19,93923*	-16,10704	-18,45729

5	666,7718	14,17631	3,45e-15	-19,51897	-14,7437	-17,68420
---	----------	----------	----------	-----------	----------	-----------

Sumber: Hasil Output Eviews 12

Tabel 2 menunjukkan bahwa pada model pertama nilai AIC terkecil yaitu -30,76425 pada lag 4, selanjutnya pada model kedua nilai terkecil yaitu -19,93923 pada lag 4. Jadi yang digunakan pada kedua model penelitian ini adalah lag 4.

### 3. Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi dilakukan untuk mengetahui adanya hubungan jangka panjang antara variabel-variabel yang digunakan dalam model. Jika terbukti terdapat kointegrasi, maka tahap selanjutnya adalah melanjutkan analisis VECM. Metode yang digunakan untuk uji kointegrasi adalah *Johansen Cointegration Test*. Jika nilai *trace statistics* > nilai *critical value* maka model terkointegrasi.

**Tabel 3.** Hasil Uji Kointegrasi

Model 1			
<i>Hypothesized No. of CE (s)</i>	<i>Trace Statistic</i>	<i>0.05 Critical Value</i>	<i>Prob.</i>
None*	114,8364	69,81889	0,0000
At most 1*	65,50407	47,85613	0,0005
At most 2*	36,38489	29,79707	0,0075
At most 3	12,67209	15,49471	0,1274
At most 4	3,508729	3,841465	0,0610
Model 2			
<i>Hypothesized No. of CE (s)</i>	<i>Trace Statistic</i>	<i>0.05 Critical Value</i>	<i>Prob.</i>
None*	90,22893	69,81889	0,0005
At most 1*	53,95459	47,85613	0,0120
At most 2	28,54533	29,79707	0,0692
At most 3	14,27809	15,49471	0,0756
At most 4	1,628387	3,841465	0,2019

Sumber: Hasil Output Eviews 12

Tabel 3 menunjukkan bahwa pada model pertama nilai *trace statistic* None\* 114,8364 > 69,81889, maka terdapat kointegrasi. Selanjutnya pada model kedua nilai *trace statistic* pada None\* 90,22893 > 69,81889, juga terkointegrasi. Sehingga penelitian ini dapat melakukan estimasi VECM.

### 4. Estimasi VECM

Berdasarkan uji stasioneritas data dan kointegrasi data, penelitian ini layak melakukan estimasi *Vector Error Correction Model* (VECM). Untuk mengetahui apakah variabel X memiliki pengaruh terhadap variabel Y, nilai pada *t-tabel* harus dibandingkan. Jika nilai *t-statistic* > nilai *t-tabel*, variabel X berpengaruh terhadap variabel Y.

**Tabel 4.** Hasil Uji VECM Jangka Panjang

Variabel	<i>Koefisien</i>	<i>T-Statistic</i>	<i>T-Tabel</i>	Hasil
Inflasi	5,279317	3,27045	2,004045	Signifikan

<i>BI Rate</i>	-3,154618	-2,00507	2,004045	Signifikan
Harga Emas	0,965762	1,53387	2,004045	Tidak Signifikan
Kurs	9,347799	7,02041	2,004045	Signifikan
Variabel	<i>Koefisien</i>	<i>T Statistic</i>	<i>T Tabel</i>	Hasil
Suku Bunga <i>The Fed</i>	-0,859931	-0,44885	2,004045	Tidak Signifikan
FTFBMHS	9,045256	2,44545	2,004045	Signifikan
FTDQAS	-7,342792	-2,58588	2,004045	Signifikan
Harga Minyak Dunia	1,878695	1,69020	2,004045	Tidak Signifikan

Sumber: Hasil Output Eviews 12

Tabel 4 menunjukkan bahwa pada model pertama, dalam jangka panjang inflasi sebesar  $3,27045 > 2,004045$  mempunyai hubungan positif terhadap ISSI dan kurs sebesar  $7,0204 > 2,004045$  mempunyai hubungan positif signifikan terhadap ISSI. Sedangkan *BI rate* dan harga emas tidak memiliki hubungan dalam jangka panjang terhadap ISSI.

Selanjutnya, pada model kedua. Dalam jangka panjang FTFBMHS sebesar  $2,44545 > 2,004045$  mempunyai hubungan positif signifikan dan FTDQAS sebesar  $-2,58588 > 2,004045$  mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap ISSI. Sedangkan suku bunga *The Fed* dan harga minyak dunia tidak memiliki hubungan dalam jangka panjang terhadap ISSI.

**Tabel 5.** Hasil Uji VECM Jangka Pendek

Lag	Variabel	Koefisien	T-Statistic	T-Tabel	Hasil
	CointEq1	0,100498	0,55734	2,004045	Tidak Signifikan
Lag 1	ISSI	-0,669921	-2,58136	2,004045	Signifikan
	Inflasi	1,904766	0,71215	2,004045	Tidak Signifikan
	<i>BI Rate</i>	-4,481649	-0,53958	2,004045	Tidak Signifikan
	Harga Emas	0,057905	0,20746	2,004045	Tidak Signifikan
	Kurs	-0,798681	0,57638	2,004045	Tidak Signifikan
Lag 2	ISSI	-0,416477	-1,77905	2,004045	Tidak Signifikan
	Inflasi	-0,596844	-0,23312	2,004045	Tidak Signifikan
	<i>BI Rate</i>	4,922054	0,55172	2,004045	Tidak Signifikan
	Harga Emas	0,060963	0,19358	2,004045	Tidak Signifikan
	Kurs	-0,722988	-0,72609	2,004045	Tidak Signifikan
Lag 3	ISSI	-0,488355	-2,38323	2,004045	Signifikan
	Inflasi	-1,697395	-0,61147	2,004045	Tidak Signifikan
	<i>BI Rate</i>	-8,518971	-1,09812	2,004045	Tidak Signifikan
	Harga Emas	-0,121507	-0,41325	2,004045	Tidak Signifikan
	Kurs	-0,464070	-0,68394	2,004045	Tidak Signifikan
Lag 4	ISSI	-0,057439	-0,28087	2,004045	Tidak Signifikan
	Inflasi	0,035925	0,01135	2,004045	Tidak Signifikan
	<i>BI Rate</i>	2,401243	0,34601	2,004045	Tidak Signifikan
	Harga Emas	0,440329	1,70825	2,004045	Tidak Signifikan
	Kurs	0,030117	0,07369	2,004045	Tidak Signifikan
Lag	Variabel	Koefisien	<i>T-Statistic</i>	<i>T-Tabel</i>	Hasil
	CointEq1	0,022504	0,56284	2,004045	Tidak Signifikan

Lag 1	ISSI	-0,648029	-2,82727	2,004045	Signifikan
	Suku Bunga <i>The Fed</i>	-9,939812	-3,14461	2,004045	Signifikan
	FTFBMHS	-0,499642	-1,38950	2,004045	Tidak Signifikan
	FTDQAS	0,366059	1,26147	2,004045	Tidak Signifikan
	Harga Minyak Dunia	0,036096	0,44891	2,004045	Tidak Signifikan
Lag 2	ISSI	-0,483670	-1,93011	2,004045	Tidak Signifikan
	Suku Bunga <i>The Fed</i>	3,203025	0,91774	2,004045	Tidak Signifikan
	FTFBMHS	-0,156082	-0,42805	2,004045	Tidak Signifikan
	F T DQAS	0,131535	0,52047	2,004045	Tidak Signifikan
	Harga Minyak Dunia	0,032455	0,42210	2,004045	Tidak Signifikan
Lag 3	ISSI	-0,599462	-2,55759	2,004045	Signifikan
	Suku Bunga <i>The Fed</i>	4,244152	0,96210	2,004045	Tidak Signifikan
	FTFBMHS	-0,277008	-0,81727	2,004045	Tidak Signifikan
	FTDQAS	0,264824	1,14188	2,004045	Tidak Signifikan
	Harga Minyak Dunia	0,062085	0,85825	2,004045	Tidak Signifikan
Lag 4	ISSI	-0,156172	0,75061	2,004045	Tidak Signifikan
	Suku Bunga <i>The Fed</i>	1,871665	0,45910	2,004045	Tidak Signifikan
	FTFBMHS	-0,007965	-0,03584	2,004045	Tidak Signifikan
	FTDQAS	0,114263	0,54520	2,004045	Tidak Signifikan
	Harga Minyak Dunia	-0,113125	-2,04554	2,004045	Signifikan

Sumber: Hasil Output Eviews 12

Tabel 4 menunjukkan bahwa pada model pertama, dalam jangka pendek variabel ISSI menunjukkan hubungan negatif signifikan terhadap nilainya sendiri dalam periode sebelumnya dengan nilai  $t$ -statistic > dari nilai  $t$ -Tabel yaitu  $-2,58136 > 2,004045$  pada Lag 1 dan  $-2,38323 > 2,004045$  pada Lag 2.

Selanjutnya, pada model kedua dalam Lag 1 variabel ISSI mempengaruhi ISSI itu sendiri yang mempunyai hubungan negatif signifikan, dengan nilai  $t$ -statistic > dari nilai  $t$ -Tabel yaitu  $-2,82727 > 2,004045$ . Selanjutnya, variabel *the fed* mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap ISSI, dengan nilai  $t$ -statistic > dari nilai  $t$ -Tabel yaitu  $-3,14461 > 2,004045$ . Selain itu, pada Lag 3 terdapat variabel ISSI mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap ISSI itu sendiri dengan nilai  $t$ -statistic > dari nilai  $t$ -Tabel yaitu  $-2,55759 > 2,004045$ . Terakhir pada Lag 4, variabel harga minyak dunia mempunyai hubungan negatif signifikan terhadap ISSI, dengan nilai  $t$ -statistic > dari nilai  $t$ -Tabel yaitu  $-2,04554 > 2,004045$ .

## KESIMPULAN

Kesimpulan penelitian ini yaitu pertama, faktor internal dalam jangka panjang yaitu inflasi, *BI Rate*, kurs memiliki hubungan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), kecuali harga emas. Sedangkan dalam jangka pendek tidak ada variabel yang menunjukkan hubungan terhadap ISSI. Kedua, faktor eksternal dalam jangka panjang yaitu FTFBMHS dan FTDQAS memiliki hubungan terhadap ISSI. Sedangkan suku bunga *The Fed* dan harga minyak dunia memiliki hubungan terhadap ISSI dalam jangka pendek.

Adapun saran yang diberikan penulis, pertama untuk para investor hendaknya mempertimbangkan fluktuasi perekonomian dalam berinvestasi seperti tingkat inflasi, tingkat BI rate, kebijakan suku bunga *The Fed*, harga komoditas global, dan pergerakan saham global untuk memprediksi harga saham syariah yang tercatat di Indeks Saham Syariah Indonesia

(ISSI), sehingga investor bisa mendapatkan keuntungan dan mengurangi risiko berinvestasi pada saham syariah. Kedua untuk peneliti selanjutnya bisa menambahkan variabel indeks syariah global, seperti pengaruh indeks saham syariah di Timur Tengah agar merepresentasikan dinamika pasar global yang lebih luas. Selain itu juga memperluas periode waktu penelitian agar dapat menangkap tren jangka panjang yang lebih stabil, terutama dalam menghadapi dinamika pasar yang terus berubah. Ketiga untuk Bank Indonesia, tentunya menjaga stabilitas perekonomian, mendukung sektor syariah, dan mengurangi dampak negatif inflasi.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Ardana, Y. (2016). Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia: Model ECM. *Esensi*, 6(1), 17–30.
- Astuti, U. P. (2021). Pengaruh Kurs, Inflasi, Harga Emas Dan Dow Jones Islamic Market (DJIM) Terhadap Pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Bachelor's thesis*. 4(1), 6.
- Athariah, N., & Sa'roni, C. (2023). Pengaruh Inflasi, PDRB, dan Tingkat Upah terhadap Penyerapan Tenaga Kerja pada Sektor Industri Pengolahan di Kota Banjarmasin. *JIEP: Jurnal Ilmu Ekonomi dan Pembangunan*, 6VIII(2), 645–662.
- Attallah Al Faruqi, M., Nani Ariani, M. B., & Nofrian, F. (2022). BI Rate The FED Rate dan Inflasi Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Indonesia Sosial Sains*, 3(5), 877–889.
- Basit, A. (2020). Pengaruh Harga Emas Dan Minyak Dunia Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Periode 2016-2019. *Jurnal Aplikasi Akuntansi*, 5(1), 42–51.
- Chotib, E., & Huda, N. (2020). Analisis Pengaruh Variabel Ekonomi Makro terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2016 - 2019. *JEBA (Journal of Economics and Business Aseanomics)*, 4(1), 1–20.
- Citra Puspa Mawarni, A. W. (2018). Pengaruh Fed Rate, Harga Minyak Dunia, Bi Rate., *Jurnal Akuntansi*, 2(2), 1–17.
- Darain, N. S., & Nuryadin, M. R. (2023). Analisis Pengaruh Inflasi, Kurs, dan Investasi Terhadap Ekspor Indonesia Tahun 2009 – 2018. *JIEP: Jurnal Ilmu Ekonomi dan Pembangunan*, 6(2), 893.
- 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.
- Dzul, O., Rosyadah, S. R., & Indramawan, D. (2024). Dampak Kebijakan Moneter terhadap Perbankan Indonesia : Relasi Antara BI Rate dengan Suku Bunga Deposito dan SBN. *PERBANAS: Perhimpunn Bank Nasional*.
- Firli, A., & Jayasena, S. (2021). The Causality of Qatar, Kuwait, and the United Arab Emirates Sharia Stock Indices on Indonesian Sharia Stock Index. *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 4(2), 2184–2192.
- Hartanto, A. (2021). Menko Airlangga: Kemitraan Indonesia-Uni Emirat Arab Berperan Penting dalam Mendukung Pembangunan Indonesia. *Diakses pada 30 Januari 2025*
- Indriyani, S. (2016). Analisis Pengaruh Inflasi Dan Suku Bunga Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia Tahun 2005 – 2015. *Jurnal Manajemen Bisnis Krisnadwipayana*, 4(2).
- Khotimah, I. C., Haitunnisa, Ahmadan, D., & Hadayani. (2024). Ppengaruh Indeks Saham Syariah (ISSI) Terhadap Pertumbuhan Ekonomi Di Indonesia. *ADL ISLAMIC*



- ECONOMIC: Jurnal Kajian Ekonomi Islam*, 5(2), 167–176.
- Manuela Langi, T., Masinambow, V., & Siwu, H. (2014). Analisis Pengaruh Suku Bunga Jml Uang Beredar Kurs Terhadap Inflasi Indonesia. *Jurnal Ilmiah Efisiensi*, 14(2).
- Mawardani, E. N. (2019). Analisis Pengaruh Stabilitas Politik dan Indeks Harga Saham Syariah Internasional Terhadap Risiko Saham Properti Di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). In *Sustainability (Switzerland)* 11(1).
- Nida, R. S., Andriasari, W. S., Kudus, I., & Kudus, I. (2024). Spillover Effect Indeks GEPU , Harga Minyak Dunia , Fed Fund Rate terhadap Harga Saham Syariah Indonesia. *JEBISKU: Jurnal Ekonomi dan Bisnia Islam IAIN Kudus*, 2(3), 299–313.
- Oceania, F. G., & Ardiansyah, M. (2023). Dampak Shock Indeks Saham Syariah Global dan Indeks Saham Syariah Regional ASEAN Terhadap Perubahan Harga Saham Pada Jakarta Islamic Index. *Jurnal Multidisiplin West Science*, 2(03), 158–172.
- Putri, A., & Anward, R. J. (2023). Efek Ambang Batas Inflasi terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *JIEP: Jurnal Ilmu Ekonomi dan Pembangunan*, 6(2), 547–558.
- Ramadhanty, N., & Syafrudin, R. (2021). Pengaruh Ekspor, Nilai Tukar Rupiah, dan Penanaman Modal Asing Terhadap Cadangan Devisa Indonesia Tahun 2004-2018. *JIEP: Jurnal Ilmu Ekonomi dan Pembangunan*, 4(1), 140.
- Setyani, O. (2018). Pengaruh Inflasi Dan Nilai Tukar Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *ISLAMICONOMIC: Jurnal Ekonomi Islam*, 8(2), 213–238.
- Shofiyullah, N. F. (2017). Komparasi Jakarta Islamic Index Dan Ftse Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, 14(2), 19.
- Suciningtias, S. A., & Khoiroh, R. (2015). Analisis Dampak Variabel Makro Ekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). In *Conference In Business, Accounting, and Management (CBAM)*, 398–412.
- Sugiarti, D., & Ardana, Y. (2024). Mengukur Determinasi Variabel Makroekonomi Dan Indeks Saham Syariah Indonesia : Analisis Error Correction. 9(204), 752–765.
- Syarofi, F. H. (2014). Analisis Pengaruh Suku Bunga SBI, Kurs Rupiah/US\$, Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, DJIA, Nikkei 225, dan Hang Seng Index Terhadap IHSG Dengan Met. *Skripsi Universitas Diponegoro*, 1–109.
- Wibowo, F. W. (2019). Determinan Tingkat Suku Bunga, Indeks Dow Jones, Nikkei 225, Dan Straits Time Terhadap ISSI. *El Dinar*, 7(1), 32.
- Witjaksono, A. A. (2010). Analisis Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, Kurs Rupiah, Indeks Nikkei 225, dan Indeks Dow Jones terhadap IHSG. *Masters thesis*.
- Yuniati, H. (2018). Pengaruh Nilai Tukar (Kurs) Dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Return Saham Syariah Dengan Menggunakan Variabel Intervening Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) (Studi Kasus Pada Sektor Property dan Real Estate Periode Desember 2015-Mei 2016). *Jurnal Ekobis Dewantara*, 1(5), 92–101.
- Zulfahani, Marliyah, & Yanti, N. (2023). Pengaruh Harga Emas Dunia, Jumlah Uang Beredar, Inflasi, dan Zakat terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *JIEP: Jurnal Ilmu Ekonomi dan Pembangunan*, 6(1), 1252–1267.