

**ANALISIS PENGARUH INDIKATOR MAKROEKONOMI
TERHADAP INDEKS HARGA SAHAM SYARIAH DI INDONESIA
TAHUN 2011-2020**

Anyta Nur Wulan

Universitas Islam Indonesia

wulannuranyta@gmail.com

ABSTRACT. This study aims to analyze macroeconomic variables such as inflation, BI rate, exchange rate, Money Supply, World Gold Prices, Deposit Interest Rates, Sharia Deposit Yields, Industrial Production Index to the Sharia Stock Price Index. Where the Sharia Stock Price Index used is the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) and the Jakarta Islamic Index (JII). This study uses time series data or secondary data from May 2011 to February 2020. The analysis technique used in this study is ECM (Error Correction Model). The results showed that in the long run, the exchange rate and gold price had a negative effect on the ISSI and JUB had a positive effect on the ISSI. In the short term only the exchange rate variable has a negative effect on the ISSI. While the research results for JII show that in the long run Indonesian bank interest rates, exchange rates, and gold prices have a negative effect on JII. Meanwhile, the variable money supply and deposit interest rates have a positive effect on JII. In the short term, the influencing variables are the Indonesian bank interest rate, the exchange rate and the gold price have a negative effect on JII.

Keywords: Inflation rate, BI rate, exchange rate, money supply, world gold price, deposit interest rates, yields on Islamic deposits, industrial production index, ISSI and JII

PENDAHULUAN

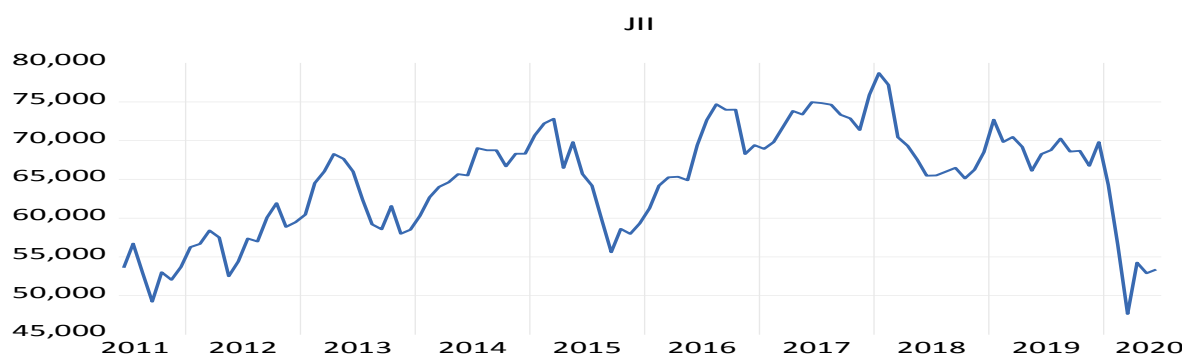
Indonesia sebagai negara dengan jumlah penduduk beragama Islam terbesar di dunia, memiliki potensi besar sebagai pusat pengembangan keuangan syariah dunia, termasuk pasar modal syariah. Sebagian besar negara menaruh perhatian besar terhadap pasar modal karena memiliki peran penting dan strategis bagi ketahanan ekonomi suatu negara. Pasar modal yang ada di Indonesia merupakan pasar yang sedang berkembang (*emerging market*) yang dalam

perkembangannya sangat rentan terhadap kondisi makroekonomi secara umum. Sebagai salah satu wahana investasi, pasar modal merupakan *financial assets* untuk memobilisasi modal dan sekaligus membuat perusahaan menjadi lebih profesional. Produk pasar modal yang menarik bagi investor salah satunya adalah saham yang dijadikan sebagai alternatif investasi.

Pasar modal merupakan salah satu alat penggerak perekonomian di suatu negara, karena pasar modal merupakan sarana pembentuk modal dan akumulasi dana jangka panjang yang diarahkan untuk meningkatkan partisipasi masyarakat dalam penggerakan dana guna menunjang pembiayaan pembangunan nasional. Selain itu, pasar modal juga merupakan representasi untuk menilai kondisi perusahaan di suatu negara, karena hampir semua industri di suatu negara terwakili oleh pasar modal. Pasar modal yang mengalami peningkatan (*bullish*) atau mengalami penurunan (*bearish*) terlihat dari naik turunnya harga-harga saham yang tercatat yang tercermin melalui suatu pergerakan indeks harga sahamnya. Pertumbuhan investasi di suatu negara akan dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi negara tersebut. Semakin baik tingkat perekonomian suatu negara, maka umumnya ditandai dengan adanya kenaikan tingkat pendapatan masyarakat. Dengan adanya peningkatan pendapatan tersebut, maka akan semakin banyak orang yang memiliki kelebihan dana, kelebihan dana tersebut dapat dimanfaatkan untuk disimpan dalam bentuk tabungan atau diinvestasikan dalam bentuk surat-surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal (Husnan, 1998).

Penerapan prinsip syariah dipasar modal tentunya bersumber pada Al Quran sebagai sumber hukum tertinggi dan Hadits Nabi Muhammad SAW. Selanjutnya, dari kedua sumber hukum tersebut para ulama melakukan penafsiran yang kemudian disebut ilmu fiqih. Salah satu pembahasan dalam ilmu fiqih adalah pembahasan tentang muamalah, yaitu hubungan diantara sesama manusia terkait perniagaan. Berdasarkan itulah kegiatan pasar modal syariah dikembangkan dengan basis fiqih muamalah. Terdapat kaidah fiqih muamalah yang menyatakan bahwa pada dasarnya, semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya. Konsep inilah yang menjadi prinsip pasar modal syariah di Indonesia. Salah satu sektor industri keuangan syariah yang sudah berkembang yaitu pasar modal syariah. Di Indonesia sejarah industri ini dimulai dengan diterbitkannya Reksadana syariah oleh PT Danareksa Investment Management pada tanggal 3 Juli 1997. Setelah itu pada tanggal 3 Juli 2000 diterbitkan Jakarta Islamic Index (JII). Pada saat ini perkembangan ekonomi syariah telah tumbuh dan berkembang pesat pada

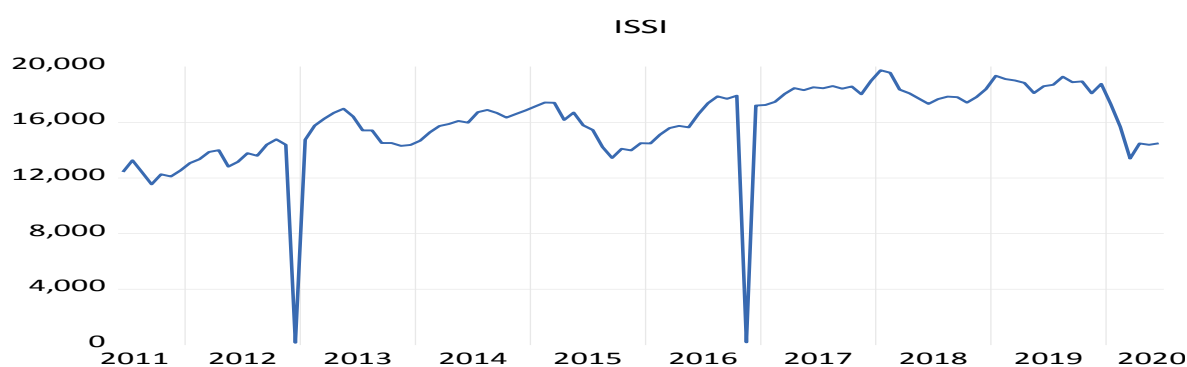
perekonomian Indonesia, baik di kalangan akademisi maupun praktisi. Hal ini juga berimplikasi pada berkembangnya pasar modal syariah yang merupakan bagian dari industri keuangan syariah (*sumber: www.idx.co.id*)



Gambar 1.1. Grafik Jakarta Islamic indeks dr tahun 2011-2020

Pada gambar grafik1.1.diatas terlihat cerminan dari pergerakan harga indeks saham dari Jakarta Islamic Indeks dari tahun ketahun. Gambar tersebut adalah gambaran dr tahun 2011 sampai 2020. Pergerakan fluktuasi indeks saham cenderung meningkat walaupun ada saatnya indeks saham menurun.

Selain JII salah satu indeks pasar modal berbasis syariah yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang diterbitkan oleh Bapepam-LK sekarang diganti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai regulator yang berwenang dan bekerjasama dengan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) pada 12 Mei 2011. Konstituen ISSI adalah seluruh saham yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah (DES) dan tercatat di BEI dimana saat ini jumlah konstituen ISSI sudah lebih dari 451 saham. ISSI digunakan sebagai sarana untuk memudahkan dan menarik investor muslim dalam pemilihan investasi di pasar modal yang seringkali diragukan kehalalannya, meskipun tidak semua investor saham syariah adalah mereka yang beragama Islam.



Gambar 1.2. Grafik Indeks saham Syariah Indonesia 2011-2020

Pada gambar grafik 1.2.diatas terlihat cerminan dari pergerakan harga indeks saham dari Indeks Saham Syariah Indonesia dari tahun ketahun. Gambar tersebut adalah gambaran dr tahun 2011 sampai 2020. Secara garis besar mengalami peningkatan walaupun sesekali mengalami flutuasi menurun.

Secara singkat, pasar modal syariah menggunakan prinsip, prosedur, asumsi, instrument, dan aplikasi yang bersumber pada nilai Islam yaitu Al-Quran dan As-Sunnah yang kemudian disajikan dalam bentuk Fatwa DSN-MUI terkait pasar modal syariah. Dari Fatwa tersebut kemudian diaplikasikan oleh lembaga pengawas yaitu Bapepam-LK sekarang OJK serta pelaksana yaitu Bursa Efek Indonesia, emiten, dan investor. Indeks harga saham merupakan ringkasan pengaruh simultan dan kompleks dari berbagai macam variabel yang berpengaruh terutama kejadian-kejadian ekonomi. Dengan kata lain indeks harga saham dapat dijadikan sebagai barometer ekonomi suatu negara dan sebagai dasar melakukan analisis statistik atas kondisi pasar terakhir.

LANDASAN TEORI

Dalam konteks investasi dipasar modal syariah, seorang investor muslim harus berbekal dan harus mematuhi pada norma dan etika investasi yang sesuai dengan prinsip syariah atau dengan kata lain tidak melanggar apa yang telah digariskan oleh Allah SWT. Hal tersebut dimaksudkan agar investasi yang dilakukan dipasar modal syariah mendapatkan manfaat dan keberkahan. Investasi dalam perspektif Islam hanya dapat dilakukan pada instrument yang sesuai dengan syariah Islam dan tidak mengandung riba. Investasi juga hanya dapat dilakukan pada efek-efek yang diterbitkan oleh pihak yang jenis kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan syariah Islam. Di Indonesia terdapat dua indeks harga saham syariah, yaitu JII dan ISSI. Yang membedakannya adalah JII merupakan indeks yang konstituennya hanya berjumlah 30 saham syariah terlikuid sedangkan ISSI konstituennya adalah seluruh saham syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan lolos dalam proses seleksi Daftar Efek Syariah.

Jakarta Islamic Indeks (JII) adalah langkah awal perkembangan transaksi saham syariah pada pasar modal Indonesia. JII pertama kali diluncurkan di pasar modal Indonesia pada tanggal 3 Juli 2000. Jakarta Islamic Index adalah sekelompok saham yang memenuhi kriteria investasi syariah Islam dalam Pasar Modal Indonesia. BEI biasanya melaksanakan review JII 6 bulan sekali, atau sebanyak dua kali dalam setahun yaitu bulan Mei dan November, mengikuti jadwal review DES oleh OJK. Konstituen JII hanya terdiri dari 30 saham paling likuid yang tercatat di BEI dan memiliki nilai kapitalisasi pasar yang cukup besar. JII menjadi

jawaban atas keinginan investor yang ingin berinvestasi sesuai syariah. Dengan kata lain JII menjadi panduan bagi investor yang takut dana investasinya tercampur dengan dana ribawi.

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan Indeks yang telah diluncurkan oleh BEI pada tanggal 12 Mei 2011 dimana konstituen ISSI adalah seluruh saham yang tergabung dalam Daftar Efek Syariah dan tercatat di BEI. Hingga saat ini jumlah konstituen ISSI adalah lebih dari 451 saham. Adanya indeks saham syariah Indonesia (ISSI) melengkapi Indeks Syariah yang sudah ada sebelumnya yaitu Jakarta Islamic Indeks (JII). Konstituen Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) direview setiap 6 bulan sekali, atau dua kali setahun setiap bulan Mei dan November mengikuti jadwal review DES. Oleh sebab itu, setiap periode seleksi selalu ada saham syariah yang keluar atau masuk menjadi konstituen ISSI. Metode perhitungan Indeks ISSI mengikuti metode perhitungan indeks saham BEI lainnya, yaitu menggunakan rata-rata tertimbang dari kapitalisasi pasar dengan menggunakan Desember 2007 sebagai tahun dasar perhitungan ISSI.

Tujuan pembentukan JII dan ISSI adalah untuk meningkatkan kepercayaan investor dalam melakukan investasi pada saham berbasis syariah dan memberikan manfaat bagi pemodal dalam menjalankan syariah Islam untuk melakukan investasi di bursa efek. Dengan kata lain, JII dan ISSI menjadi pemadu bagi investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah tanpa takut tercampur dengan dana ribawi. Karena di dalam ISSI juga ada JII maka sudah tentu JII akan mengalami pertumbuhan. Variabel indikator makroekonomi yang diteliti antara lain meliputi:

a. Inflasi

Inflasi dijadikan indikator stabilitas harga karena hubungannya selalu dengan moneter agregat. Pengaruh inflasi yang tinggi menyebabkan menurunnya pendapatan riil masyarakat sehingga standar hidup masyarakat juga turun, hal ini berdampak negatif terhadap kinerja perekonomian secara keseluruhan baik sektor riil maupun sektor finansial. Jika jumlah barang yang diproduksi menurun maka menyebabkan tingkat profitabilitas perusahaan menurun. Jika profit menurun maka perlahan-lahan kinerja perusahaan juga menurun. Hal ini merupakan informasi buruk bagi trader, karena dapat mengakibatkan berkurangnya minat investor terhadap saham perusahaan tersebut. Berkurangnya minat investor terhadap saham tersebut dapat menyebabkan turunnya harga saham dan return saham juga menurun. (Gitman 2001). Dari penjelasan diatas inflasi berhubungan negatif dengan harga saham. Dengan

demikian hipotesis pertama adalah H1: Tingkat Inflasi diduga mempunyai pengaruh negatif terhadap indeks harga saham syariah tahun 2011-2020.

b. Suku Bunga Bank Indonesia

BI rate adalah suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan ke publik. Kebijakan bunga rendah mendorong masyarakat untuk melakukan investasi daripada menabung, demikian pula sebaliknya. Meningkatnya BI rate mempengaruhi turunnya harga saham. Hal ini disebabkan karena investor cenderung menanamkan dananya dalam bentuk investasi lainnya, seperti menyimpan dananya pada sektor perbankan. Dengan demikian hal tersebut menjadi pendorong untuk melepaskan sahamnya sehingga meningkatkan jumlah saham yang ditawarkan di pasar saham dan selanjutnya menekan harga saham. Penurunan harga saham berdampak pada indeks saham dikarenakan kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban dan menghasilkan laba serta mendorong tekanan jual oleh investor sehingga investor beralih pada sektor perbankan. Berdasarkan penjelasan tersebut Suku bunga Bank Indonesia berpengaruh negatif terhadap harga saham syariah. Dengan demikian hipotesis kedua H2: Tingkat suku bunga (BI Rate) diduga mempunyai pengaruh negatif terhadap indeks harga saham syariah tahun 2011-2020.

c. Nilai Tukar

Nilai tukar secara umum adalah perbandingan nilai atau harga mata uang sebuah negara yang diukur atau dinyatakan dalam mata uang negara lain. Perdagangan antar negara dimana masing-masing negara mempunyai alat tukarnya sendiri mengharuskan adanya angka perbandingan nilai suatu mata uang dengan mata uang lainnya, yang disebut kurs valuta asing atau kurs (Salvatore 2008). Jika nilai tukar memiliki nilai yang lebih tinggi dari harga saham maka investor berkurang minatnya menginvestasikan uangnya dalam bentuk saham. Dengan demikian hipotesis ketiga adalah: H3: Nilai Tukar diduga mempunyai pengaruh negatif terhadap indeks harga saham syariah tahun 2011-2020.

d. Jumlah Uang Beredar

Jumlah uang beredar adalah uang yang beredar di tangan masyarakat. Cakupan dan definisi ini terus berkembang dan perhitungannya dapat berbeda antara negara yang satu dengan negara lainnya. Jumlah uang beredar dalam arti luas (broad money) yang dikenal dengan M2 yang terdiri dari M1 ditambah uang kuasi (di Indonesia uang kuasi adalah deposito berjangka). Meningkatnya M2 secara langsung maupun tidak langsung mengindikasikan bahwa

perekonomian masyarakat menjadi meningkat. Peningkatan keputusan masyarakat untuk berinvestasi disebabkan peningkatan penghasilan masyarakat yang sudah lebih besar dari tingkat konsumsi masyarakat. Dari penjelasan tersebut jumlah uang beredar berpengaruh positif terhadap harga saham syariah. Dengan demikian hipotesis keempat adalah H4: Jumlah Uang Beredar diduga mempunyai pengaruh positif terhadap indeks harga saham syariah tahun 2011-2020.

e. Harga Emas

Investasi dalam bentuk emas dipercaya sebagai salah satu komoditi yang menguntungkan sebab selain harganya cenderung mengalami peningkatan, emas juga merupakan bentuk investasi yang sangat likuid, karena dapat di terima di wilayah atau negara manapun. Ketika potensi imbalan (return) berinvestasi dalam saham atau obligasi tidak lagi menarik dan dianggap tidak mampu mengkompensasi resiko yang ada, maka investor mengalihkan dananya ke dalam aset riil seperti logam mulia atau properti yang dianggap lebih layak dan aman. Emas merupakan salah satu bentuk investasi yang hampir cenderung bebas resiko, investasi emas merupakan salah satu komoditi yang menguntungkan, karena harganya yang cenderung naik. Harga emas berdasarkan penjelasan diatas mempunyai pengaruh negatif terhadap harga saham. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis kelima adalah H5: Harga Emas diduga mempunyai pengaruh negatif terhadap indeks harga saham syariah tahun 2011-2020.

f. Suku Bunga Deposito

Bunga adalah tanggungan pada pinjaman uang, yang biasanya dinyatakan dengan persentase dari uang yang dipinjamkan. Suku bunga adalah tingkat bunga yang dinyatakan dalam persen, jangka waktu tertentu (perbulan atau pertahun). Peningkatan deposito berjangka mengandung pengertian bahwa tingkat penghasilan masyarakat sudah lebih besar dari tingkat konsumsi. Keputusan seseorang menyimpan dananya di bank dalam bentuk deposito merupakan keputusan investasi yang didorong oleh tingkat bunga yang diberikan. Apabila tingkat suku bunga naik, maka investor saham menjual seluruh atau sebagian sahamnya untuk dialihkan ke dalam investasi lainnya yang relatif lebih menguntungkan dan bebas resiko, akibatnya harga saham turun, sehingga menyebabkan return saham juga menurun, demikian pula sebaliknya. Dari penjelasan tentang suku bunga maka hubungan tingkat bunga dan investasi berhubungan negatif. Dengan demikian hipotesis keenam adalah

H6: Suku Bunga Deposito diduga mempunyai pengaruh negatif terhadap indeks harga saham syariah tahun 2011-2020.

g. Imbal Hasil Deposito Syariah

Bagi hasil dalam sistem perbankan syaria'ah merupakan ciri khusus yang ditawarkan kepada masyarakat, dan di dalam aturan syaria'ah yang berkaitan dengan pembagian hasil usaha harus ditentukan terlebih dahulu pada awal terjadinya kontrak (akad). Besarnya penentuan porsi bagi hasil antara kedua belah pihak ditentukan sesuai kesepakatan bersama, dan harus terjadi dengan adanya kerelaan di masing-masing pihak tanpa adanya unsur paksaan. Sistem bagi hasil ini menjamin adanya keadilan dan tidak ada pihak yang yang tereksploitasi (didzalimi). Jika nilai bagi hasil yang diperoleh lebih tinggi dari investasi saham maka investor beralih ke investasi yang lebih menguntungkan. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis ketujuh adalah H7: Imbal Hasil Deposito Syariah diduga mempunyai pengaruh negatif terhadap indeks harga saham syariah tahun 2011-2020.

h. Indeks Produksi Industri

Nilai industrial production index (IPI) merupakan suatu ukuran murni dari output, sehingga memiliki nilai yang mendekati nilai PDB riil. Industrial production index mengukur perubahan volume produksi yang terjadi dari berbagai sektor produksi dari waktu ke waktu, volume yang diukur hampir meliputi seluruh sektor (kecuali pertanian dan jasa) yaitu pertambangan dan penggalan, manufaktur, listrik, gas, dan konstruksi. Indeks Produksi Industri (IPI) juga merupakan indikator yang mencerminkan kondisi indeks produksi di suatu negara. Membaiknya IPI dalam pasar modal mencerminkan kondisi ekonomi industri di Negara. Secara umum meningkatnya IPI juga mempengaruhi indeks lainnya, terutama indeks saham syariah. H8: Indeks Produksi Industri diduga mempunyai pengaruh positif terhadap indeks harga saham syariah tahun 2011-2020.

KAJIAN PUSTAKA

Alina Paramita (2015), Hasil penelitian ini didapatkan bahwa dalam jangka pendek inflasi, kurs, IPI, IHSG, dan IMUS memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI. Sedangkan dalam jangka panjang inflasi, suku bunga, kurs, IHSG, dan IMUS memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI.

Dimas Prabowo (2013), Hasil dari penelitian ini adalah inflasi tidak memiliki hubungan kausalitas dengan variabel ISSI karena nilai probabilitasnya lebih besar

dari 5%. SBIS memiliki hubungan kausalitas dengan ISSI. JUB memiliki hubungan kausalitas yang paling besar terhadap variabel ISSI. SBIS memiliki pola dinamis yang paling besar terhadap variabel ISSI dibandingkan variabel lainnya. JUB memiliki guncangan yang paling besar terhadap variabel ISSI dibandingkan variabel lainnya yaitu sebesar 46,5%.

Suciningtias dan Khoiroh (2015), hasilnya adalah Variabel Inflasi dan Nilai Tukar IDR/USD mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) selama periode Mei 2011 sampai Nopember 2014. Di mana semakin tinggi tingkat inflasi dan Nilai Tukar IDR/USD akan menurunkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Variabel Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) dan Harga Minyak Dunia mempunyai pengaruh tidak signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) selama periode Mei 2011 sampai Nopember 2014. Dimana perubahan tingkat imbalan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) dan perubahan harga minyak dunia tidak mampu mempengaruhi secara kuat pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Rachmawati dan Laila (2015), Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat inflasi secara parsial berpengaruh secara tidak signifikan terhadap pergerakan harga saham pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Suku bunga SBI secara parsial berpengaruh secara tidak signifikan terhadap pergerakan harga saham Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Nilai tukar rupiah secara parsial berpengaruh secara signifikan negatif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Secara simultan, tingkat inflasi, suku bunga SBI dan nilai tukar rupiah berpengaruh secara signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Ardana (2016), Hasilnya menunjukkan bahwa pengaruh variabel makroekonomi terhadap indeks saham syariah Indonesia dalam jangka pendek dan jangka panjang. Tidak terdapat hubungan jangka pendek antara variabel suku bunga BI dan ISSI, namun dikoreksi dalam hubungan jangka panjang sehingga hubungan antara variabel suku bunga BI dan ISSI adalah negative signifikan. Terdapat hubungan jangka pendek antara variabel nilai tukar dan ISSI, namun dikoreksi dalam hubungan jangka panjang sehingga hubungan antara variabel suku bunga nilai tukar dan ISSI adalah negatif signifikan. Tidak terdapat hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara variabel inflasi dan ISSI. Terdapat hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara variabel SBIS dan ISSI. Tidak terdapat hubungan jangka pendek antara variabel harga minyak dunia dan ISSI, namun dikoreksi dalam hubungan jangka panjang sehingga hubungan antara variabel harga minyak dunia dan ISSI adalah positif signifikan.

Sri Hermuningsi, dkk (2017), menunjukkan bahwa apabila Nilai Tukar Rupiah Naik maka investasi saham di sector property dan Real Estate Pada Indeks Saham Syariah Indonesia akan meningkat. Nilai tukar (kurs) berpengaruh positif signifikan terhadap Return saham syariah melalui Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Pada sektor Property dan Real Estate selama periode Desember 2015-Mei 2016

Rega Saputra, dkk (2017) memberikan hasil secara simultan atau bersama-sama, BI Rate, Inflasi, Nilai Tukar Rupiah dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode Juni 2011 hingga Mei 2015. Secara parsial, BI Rate tidak berpengaruh signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode Juni 2011 hingga Mei 2015. Secara parsial, Inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode Juni 2011 hingga Mei 2015. Secara parsial, Nilai Tukar Rupiah berpengaruh signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode Juni 2011 hingga Mei 2015. Secara parsial, Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) tidak berpengaruh signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode Juni 2011 hingga Mei 2015.

Widowati (2018), hasilnya menunjukkan bahwa pada jangka panjang variabel BI rate, IMUS, DJJP, DJIEU berpengaruh terhadap pergerakan ISSI. Sedangkan pada jangka pendek hanya variabel BI rate yang berpengaruh terhadap ISSI. Saham syariah menjadi solusi bagi para investor saham yang sebelumnya hanya mengenal saham konvensional.

Sudarsono (2018), Dari hasil regresi jangka panjang ditemukan bahwa CPI berpengaruh positif terhadap ISSI dan M2, ER dan BIRATE berpengaruh negatif terhadap ISSI. Hasil uji Granger Causality menunjukkan bahwa ada pengaruh kausalitas BIRATE dan CPI, serta CPI dan SBIS, tetapi terdapat hubungan satu arah diantaranya adalah ISSI terhadap ER, M2 terhadap BIRATE, dan SBIS dengan BIRATE.

Aurora Nur Firdausi dkk (2016) Berdasarkan hasil penelitian maka diperoleh beberapa kesimpulan. Pertama, hasil analisis VECM menunjukkan bahwa pada jangka pendek, hanya IHSG dan IPI yang memengaruhi ISSI secara signifikan. Sedangkan pada jangka panjang beberapa variabel menunjukkan hubungan signifikan positif yaitu inflasi, IPI, PSE dan STI. Variabel yang mempengaruhi ISSI secara signifikan negatif adalah BI rate, ER, IHSG, dan KLSE. Kedua, hasil IRF menunjukkan bahwa ISSI mengalami fluktuasi dalam merespon guncangan atau shock yang terjadi terhadap seluruh variabel makroekonomi dan pasar saham ASEAN yang diamati, sebelum kemudian mencapai kestabilan. IRF dalam konteks

keterkaitan dengan pasar saham ASEAN, ISSI akan merespon secara positif guncangan terhadap IHSG, KLSE, PSE, SET dan STI. Waktu yang diperlukan untuk mencapai kondisi stabil ini berbeda-beda di antara variabel tersebut. ISSI paling cepat mencapai kestabilan ketika merespon guncangan pada IPI. Ketiga, hasil analisis FEVD menunjukkan bahwa setiap variabel memiliki kontribusi yang berbeda-beda terhadap keragaman ISSI. Di akhir periode pengamatan, IHSG adalah variabel yang memiliki kontribusi paling besar, sementara IPI adalah variabel yang memiliki kontribusi yang paling kecil.

Muhammad Ash Shiddiqy (2019), analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa Indeks Produksi Industri (IPI) berpengaruh negatif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Berdasarkan uji kausalitas granger, variabel IPI tidak memiliki hubungan kausalitas satu arah maupun dua arah dengan ISSI. Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) berpengaruh positif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Berdasarkan uji kausalitas granger, variabel SBIS memiliki hubungan kausalitas satu arah dengan ISSI. Inflasi berpengaruh negatif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Berdasarkan uji kausalitas granger, variabel Inflasi memiliki hubungan kausalitas satu arah dengan ISSI. Nilai Tukar berpengaruh positif dan negatif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Hasil uji kausalitas granger, variabel Nilai Tukar memiliki kausalitas satu arah dengan ISSI.

Kholidah, dkk (2019), menunjukkan hasil yang sama, yaitu tidak terdapat reksadana saham syariah yang berkinerja positif. Penelitian ini menggunakan metode Jensen, M^2 dan TT hanya ada dua reksadana yang memiliki kinerja terbaik diantara reksadana lainnya karena mampu outperform dari SBIS dan ISSI selama 6 bulan. Reksadana tersebut adalah TRIM Syariah Saham dan Batavia Dana Saham Syariah, oleh karena itu kedua reksadana tersebut adalah reksadana yang layak dijadikan pilihan berinvestasi di tahun 2019.

Dalam penelitian Menike (2006), Majid dan Yusof (2009), menemukan hubungan negatif antara jumlah uang beredar dengan indeks harga saham. Penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat bunga kurang merespon kenaikan jumlah uang beredar. Kenaikan uang beredar pada umumnya akan meningkatkan tingkat bunga untuk mengantisipasi kenaikan inflasi yang berlebihan. Ketika tingkat bunga relatif rendah terhadap jumlah uang beredar maka investor akan lebih tertarik menginvestasikan dananya di pasar modal. Peningkatan investasi yang terjadi di pasar modal akan meningkatkan permintaan saham. Namun, pada penelitian Asmy dkk (2010), Hussin dkk (2012), Bekhet dan Mugableh (2012) dan Pasaribu dan Firdaus (2013) menemukan hubungan positif antara jumlah uang beredar dengan harga saham di pasar modal

Dalam penelitian Majid dan Yusof (2009), Kuwomu dan Victor (2011), Bekhet dan Mugableh (2012), Hussin dkk (2012), Pasaribu dan Firdaus (2013), dan Rahmawati dan Laila (2015) menemukan hubungan negatif antara nilai tukar dengan harga saham. Keadaan ini menunjukkan bahwa apabila nilai rupiah terhadap dolar menurun maka investor akan cenderung mengalihkan investasinya dalam bentuk dolar daripada dalam bentuk rupiah. Dalam penelitian lain, Asmy dkk (2010) menemukan hubungan positif antara nilai tukar dengan harga saham. Menike (2006), Kuwomu dan Victor (2011), Hussin dkk. (2012), Damayanti (2014), Nasir dkk (2016) menemukan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham. Meningkatnya suku bunga akan membuat masyarakat cenderung menyimpan dana dalam bentuk deposito. Bila deposito mampu memberikan keuntungan yang diharapkan maka masyarakat kurang tertarik untuk menyimpan dalam bentuk investasi di pasar modal. Keadaan ini yang menjadikan permintaan investasi dipasar modal cenderung turun sehingga menyebabkan harga saham menurun. Namun Pasaribu dan Firdaus (2013) menemukan adanya hubungan positif antara suku bunga dengan indeks harga saham.

Penelitian Zuhri (2006), Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kecuali inflasi, seluruh variabel (Jumlah uang beredar, kurs, dan suku bunga) berpengaruh signifikan terhadap indeks JII, secara parsial dan simultan. Variabel yang digunakan mampu menjelaskan fluktuasi indeks JII sebesar 88,7%.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah adanya perbandingan langsung variabel dependent ISSI dan JII dengan menggunakan variabel Independent yang sama. Jadi bisa dilihat perbandingan hasil dari regresi antara ISSI dan JII. Selain itu variabel independent penelitian ini ada 8 variabel yang merupakan gabungan variabel makro dan riil dari tahun 2011-2020. Analisis metode penelitian menggunakan ECM.

METODE PENELITIAN

Jenis data dalam penelitian ini adalah data sekunder bersifat kuantitatif. Dalam penelitian ini menggunakan variabel tidak bebas / terikat (*dependen*) yang adalah Indeks Saham Syariah Indonesia dan Jakarta Islamic Indeks. Sedangkan variabel bebas (independen variabel) yang digunakan adalah Tingkat inflasi, BI rate, nilai tukar, Jumlah Uang beredar, harga emas dunia, suku bunga deposito, imbal hasil deposito syariah, indeks produksi industri. Adapun sumber data dalam penelitian ini diperoleh dari website yang berkaitan dengan variabel penelitian antara lain Indonesia Stock Exchange (www.idx.co.id) dan www.duniainvestasi.com

untuk memperoleh data Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan Jakarta Islamic Indeks (JII). Bank Indonesia (www.bi.go.id) digunakan untuk memperoleh data Inflasi, data Suku Bunga Bank Indonesia, data Nilai Tukar IDR/USD, data Jumlah Uang Beredar, data Suku Bunga Deposito, dan data Imbal Hasil Deposito Syariah, Badan Pusat Statistik (www.bps.go.id) untuk data Indeks Produksi Industri. Sedangkan data Harga Emas diperoleh di (www.kitco.com).

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah data pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), data pergerakan Jakarta Islamic Indeks, data Tingkat inflasi, BI rate, nilai tukar, Jumlah Uang beredar, harga emas dunia, suku bunga deposito, imbal hasil deposito syariah, indeks produksi industry. Semua data variabel yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan data bulanan dari bulan Mei 2011 sampai Februari 2020. Didalam penelitian kuantitatif ini digunakan teknik analisis data berupa model ekonometrika, dimana menggunakan analisis berupa Uji Stasioneritas, Model Kointegrasi, Model ECM dengan menggunakan *eviews 10*, *Microsoft Exel 2013*.

1. Uji Stasionaritas Data Tahap pertama yang dilakukan dalam mengolah data time series adalah dengan uji akar unit (unit root test). Uji akar unit ini dilakukan untuk melihat apakah data yang diamati stasioner atau tidak. Uji stasionaritas data dalam penelitian ini menggunakan Augmented Dickey- Fuller (ADF). Dalam tes Augmented Dickey-Fuller (ADF), apabila nilai mutlak t - ADF lebih besar dari nilai mutlak MacKinnon Critical Values-nya maka data telah stasioner pada taraf nyata yang telah ditentukan. Selain itu dapat juga dilihat dari nilai probabilitasnya.
2. Uji Derajat Integrasi. Berbagai studi data time series seringkali menghasilkan data yang tidak stasioner pada derajat normal (level data) dari data tersebut. Bila pada uji akar unit ternyata tidak stasioner, maka langkah selanjutnya adalah pengujian derajat intergrasi. Uji ini dilakukan untuk mengetahui pada derajat integrasi keberapa data yang diamati stasioner. Untuk melihat apakah data tersebut telah stasioner atau tidak yaitu dengan melihat probabilitas pada output Augemented dickey-Fullar test statistik apakah lebih kecil dari α . Jika ternyata lebih kecil dari α , maka berarti data tersebut telah stasioner.
3. Uji Kointegrasi Uji kointegrasi bertujuan untuk menentukan apakah variabel-variabel yang tidak stasioner terkointegrasi atau tidak. Konsep kointegrasi dikemukakan oleh Engle dan Granger (1987) sebagai kombinasi linear dari dua

atau lebih variabel yang tidak stasioner menghasilkan variabel yang stasioner. Pengujian kointegrasi sendiri dapat dilakukan dengan uji kointegrasi Engle-Granger, uji kointegrasi Johansen, dan uji kointegrasi Durbin-Watson. Salah satu uji kointegrasi yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji kointegrasi Johansen.

4. Dalam penelitian ini digunakan model koreksi kesalahan (ECM). ECM dapat memberikan keunggulan-keunggulan statistik dan spesifikasi model tetapi juga karena ECM konsisten dengan pendekatan kointegrasi. Untuk mengetahui apakah model ECM sah atau tidak maka koefisien Error Correction Term (ECT) harus signifikan. Signifikan ECT dapat dilihat dari nilai t-statistik yang kemudian diperbandingkan dengan t-tabel, dapat juga dilihat dr probabilitasnya. Jika nilai t-statistik lebih besar dari t-tabel berarti koefisien tersebut signifikan. Jika probabilitasnya ECT lebih kecil dibandingkan α , maka berarti koefisien ECT telah signifikan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Semua data variabel independen stasioner pada first difference. Sedangkan pada uji level/root tes belum stasioner. Dibawah ini adalah tabel yang menunjukkan stasioneritas data di level dan first difference.

Tabel 1.1. Hasil Stasioneritas Data di Level dan First Different

Uji Akar Unit	Prob	Keterangan	Uji Derajat Integrasi	Prob	Keterangan
Inflasi	0.3265	Tidak Stasioner	Inflasi	0,0000	Stasioner
SBI	0.5382	Tidak Stasioner	SBI	0.0004	Stasioner
Nilai Tukar	0.4285	Tidak Stasioner	Nilai Tukar	0.0000	Stasioner
JUB	0.8364	Tidak Stasioner	JUB	0.0143	Stasioner
Harga Emas	0.6100	Tidak Stasioner	Harga Emas	0.0000	Stasioner
SBD	0.1910	Tidak Stasioner	SBD	0.0053	Stasioner
IHSD	0.1878	Tidak Stasioner	IHSD	0.0001	Stasioner
IPI	0.7197	Tidak Stasioner	IPI	0.0001	Stasioner

Berdasarkan uji stasioneritas dengan menggunakan metode Augmented Dickey-Fuller yang telah dilakukan dapat disimpulkan bahwa data tidak stasioner pada level tetapi stasioner pada diferensi pertama. Oleh karena itu selanjutnya data diuji kointegrasi untuk mengetahui apakah terdapat keseimbangan jangka panjang antar variabel. Uji kointegrasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji kointegrasi metode Johansen. Berikut adalah uji kointegrasi Johansen:

Tabel 1.2. Uji Kointegrasi JII

Date: 11/18/20 Time: 18:51
 Sample (adjusted): 2011M10 2020M02
 Included observations: 89 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: JII INFLASI SBI NT JUB HE SBD IHDS IPI
 Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.602503	323.7674	197.3709	0.0000
At most 1 *	0.540871	241.6588	159.5297	0.0000
At most 2 *	0.470375	172.3790	125.6154	0.0000
At most 3 *	0.406656	115.8119	95.75366	0.0011
At most 4	0.266913	69.35557	69.81889	0.0544
At most 5	0.231153	41.72189	47.85613	0.1667
At most 6	0.166717	18.32710	29.79707	0.5420
At most 7	0.022929	2.095121	15.49471	0.9936
At most 8	0.000345	0.030705	3.841466	0.8608

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Tabel 1.3. Uji Kointegrasi ISSI

Date: 11/18/20 Time: 19:23
 Sample (adjusted): 2011M10 2020M02
 Included observations: 89 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: ISSI INFLASI SBI NT JUB HE SBD IHDS IPI
 Lags interval (in first differences): 1 to 4

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.635258	296.9178	197.3709	0.0000
At most 1 *	0.494898	207.1556	159.5297	0.0000
At most 2 *	0.421264	146.3692	125.6154	0.0015
At most 3 *	0.354773	97.69432	95.75366	0.0365
At most 4	0.287395	58.69872	69.81889	0.2775
At most 5	0.223804	28.54299	47.85613	0.7896
At most 6	0.035142	5.994780	29.79707	0.9999
At most 7	0.030826	2.810907	15.49471	0.9748
At most 8	0.000272	0.024231	3.841466	0.8762

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Berdasarkan tabel kointegrasi diatas maka olah data yang dilakukan menunjukkan terjadinya kointegrasi dilihat dari nilai yang tertera pada trace statistic maupun Max-eigenvalue lebih besar dari nilai critical value. Atau berdasarkan uji trace statistic dan max-eigenvalue statistic menunjukkan adanya kointegrasi pada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. Disimpulkan bahwa data tersebut mempunyai hubungan jangka panjang. Langkah selanjutnya adalah melakukan uji kointegrasi jangka panjang dan jangka pendek (ECM) yang menunjukkan hubungan variabel independen dengan JII dan ISSI. Setelah hasilnya dijelaskan terlihat variabel independen mana yg paling mempengaruhi JII dan ISSI dalam jangka pendek dan panjang.

Table 1.4. Hasil Regresi Jangka Panjang JII

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INFLASI	120.7684	377.7661	0.319691	0.7499
SBI	-4232.613	931.1482	-4.545585	0.0000
NT	-3.758014	1.136348	-3.307098	0.0013
JUB	0.006499	0.002264	2.870807	0.0050
HE	-22.24297	4.953689	-4.490182	0.0000
SBD	3668.868	1013.135	3.621303	0.0005
IHDS	-333.1238	610.0446	-0.546065	0.5863
IPI	0.555984	0.947888	0.586550	0.5589
C	108066.1	14987.49	7.210420	0.0000
R-squared	0.687920	Mean dependent var		64986.35

Tabel 4 menunjukkan hasil regresi kointegrasi yang menunjukkan hubungan variabel independen dengan JII. Variabel yang mempengaruhi JII dalam Jangka panjang adalah Suku Bunga bank Indonesia (SBI), Nilai Tukar (NT), Jumlah Uang Beredar (JUB), Harga Emas (HE) dan Suku Bunga Deposito (SBD). Sedangkan variabel Inflasi, Imbal Hasil Deposito Syariah (IHDS) dan Indeks Produksi Industri (IPI) tidak berpengaruh dalam jangka panjang. Hasil estimasi jangka panjang beberapa variabel menunjukkan hubungan signifikan positif yaitu Jumlah Uang Beredar sebesar 2,870807 dan Suku Bunga Deposito sebesar 3,621303. Variabel yang mempengaruhi JII secara signifikan negative yaitu Suku Bunga Bank Indonesia sebesar -4,545585, Nilai Tukar sebesar -3,307098, dan Harga Emas -4,490182.

Variabel BI Rate berpengaruh negatif signifikan terhadap JII. Apabila ada kenaikan BI rate sebesar 1% maka adanya penurunan JII sebesar 4,545585%. Kenaikkan BI Rate direspon negative oleh JII karena kenaikan BI Rate mempengaruhi Tingkat Suku Bunga Bank. Investor lebih tertarik untuk menyimpan dananya ke deposito daripada menyimpan dalam bentuk surat berharga. Hasil yang sama ditemukan oleh penelitian Sudarsono (2018) menike (2006), ardana (2016), widowati (2018), Zuhri (2006), Hussin dkk (2012), Damayanti (2014) dan Kuwomu dan Victor (2011).

Variabel Nilai Tukar berpengaruh negative signifikan terhadap JII. Apabila ada kenaikan nilai tukar sebesar 1Rupiah maka ada penurunan JII sebesar 3,307098%. Semakin tinggi nilai dollar US terhadap Rupiah maka mendorong investor di BEI untuk menahan membeli saham syariah yang berdampak pada permintaan saham syariah turun, sehingga indeks harga saham syariah JII mengalami penurunan. Investor tentu beralih memilih investasi lainnya misal pada pasar valuta asing dan tabungan. Hasil yang sama dengan penelitian Ari dan Himawan (2019), Suciningtyas dan khoiroh (2015), Firdausi dkk (2016), Rahmawati dan Laila (2015), Sudarsono (2018), Alina (2015), Pasaribu dan Firdaus (2013).

Variabel Jumlah Uang Beredar berpengaruh positif signifikan terhadap JII. Apabila ada kenaikan jumlah uang beredar sebesar 1 Rupiah maka ada kenaikan JII sebesar 2.870807%. Kenaikkan jumlah uang beredar direspon positif oleh JII. Pertumbuhan jumlah uang beredar yang stabil meningkatkan daya beli masyarakat sehingga berdampak pula terhadap peningkatan permintaan saham di pasar modal. Adanya peningkatan Jumlah Uang Beredar mendorong bertambahnya sumber pembiayaan bagi perusahaan, sehingga perusahaan dapat melebarkan usahanya lebih luas yang akhirnya meningkatkan kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja perusahaan merangsang para investor untuk melirik saham perusahaan tersebut, sehingga berdampak positif terhadap harga saham. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Zuhri (2006), Rowland dan Mikail (2013), Sudarsono (2018), Ishomuddin (2010), Nugroho (2008).

Variabel Harga Emas berpengaruh negative Signifikan terhadap JII. Apabila ada kenaikan harga emas sebesar 1 USD maka ada penurunan JII sebesar 4,490182%. Semakin tinggi harga emas maka menyebabkan investor beralih dari berinvestasi di saham menjadi membeli emas. Dan menahan membeli saham sehingga menyebabkan penurunan harga saham. Investasi dalam bentuk emas dipercaya sebagai salah satu komoditi yang menguntungkan karena selain harganya yang cenderung mengalami peningkatan, emas juga merupakan bentuk investasi yang sangat likuid, karena dapat di terima di wilayah atau negara manapun. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh penelitian Utoyo dan Riduwan (2016) yang menyatakan bahwa Harga Emas Dunia berpengaruh positif terhadap Jakarta Islamic Index (JII). Kemudian penelitian Husnul dkk, (2017) yang menemukan adanya hubungan positif antara Harga Emas Dunia dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Agestiani dan Sutanto (2019) yang menemukan harga emas berpengaruh positif terhadap JII.

Variabel Suku Bunga Deposito berpengaruh positif signifikan terhadap JII. Apabila ada kenaikan suku bunga deposito sebesar 1 % maka ada kenaikan JII sebesar 3,621303%. Kenaikkan Suku Bunga Deposito direspon positif oleh JII. Dari hasil estimasi Suku Bunga Deposito merupakan barang Komplementer dan bukan merupakan barang Substitusi terhadap harga saham Jakarta Islamic Indeks. Kenaikkan suku bunga deposito diikuti dengan kenaikan harga saham JII.

Uji koefisien determinasi (R^2) atau nilai Adjusted R^2 dalam penelitian ini sebesar 0,6879 atau 68,79%. Hal ini berarti sebesar 68,79% variabel JII dapat dipengaruhi oleh variabel independennya. Sedangkan sisanya 31,21% dapat dijelaskan oleh variabel lain diluar model penelitian. Dilihat dari hasil adjusted R^2

bahwa variabel independent dalam jangka panjang mempengaruhi variabel dependent.

Selanjutnya untuk menyatakan apakah model ECM yang digunakan tepat atau tidak maka koefisien Error Corection Term (ECT) harus signifikan. Jika koefisien ini tidak signifikan maka model tersebut tidak cocok dan perlu dilakukan perubahan spesifikasi lebih lanjut. Nilai ECT digunakan untuk mencari perbedaan koefisien jangka pendek dan jangka panjang. Oleh karena itu nilai ini sering disebut disequilibrium error. Berikut disajikan tabel hasil perhitungan uji ECT.

Tabel 1.5. Hasil Uji Stasioneritas Residual ECT JII

Null Hypothesis: ECT has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on Modified AIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.103584	0.0015
Test critical values:		
1% level	-3.496346	
5% level	-2.890327	
10% level	-2.582196	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Tabel diatas menunjukkan bahwa residual regresi stasioner pada level. Yaitu dengan melihat probabilitasnya 0.0015 yang lebih kecil dari 0.05. Hal ini berarti terdapat hubungan yang signifikan (berkointegrasi) dalam jangka panjang antara variabel JII dan variabel independennya. Artinya model *Error Correction Model* yang digunakan dalam penelitian ini tepat. Dapat disimpulkan juga bahwa keseluruhan variabel independen dalam penelitian ini mempengaruhi variabel dependen, selain itu memberikan efek jangka panjang dan jangka pendek terhadap variabel dependen.

Tabel 1.6. Hasil Regresi Jangka Pendek JII

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INFLASI)	-144.8826	362.8216	-0.399322	0.6906
D(SBI)	-2773.620	1398.442	-1.983364	0.0503
D(NT)	-4.165902	0.881556	-4.725627	0.0000
D(JUB)	-0.000198	0.004926	-0.040096	0.9681
D(HE)	-8.186352	4.734910	-1.728935	0.0872
D(SBD)	1987.513	1568.061	1.267497	0.2082
D(IHDS)	-316.8935	572.3420	-0.553678	0.5812
D(IPI)	0.062570	0.437811	0.142917	0.8867
ECT(-1)	-0.189281	0.071869	-2.633690	0.0099
C	208.0076	290.5206	0.715983	0.4758
R-squared	0.306859	Mean dependent var		26.99010

Tabel 6 menunjukkan hasil regresi jangka pendek (ECM) yang menunjukkan hubungan variabel independen dengan JII. Variabel yang mempengaruhi JII dalam Jangka pendek adalah Suku Bunga bank Indonesia (SBI), Nilai Tukar (NT). Sedangkan variabel Inflasi, Jumlah Uang Beredar (JUB), Harga Emas (HE), Suku Bunga Deposito (SBD), Imbal Hasil Deposito Syariah (IHDS) dan Indeks Produksi Industri (IPI) tidak berpengaruh dalam jangka pendek. Hasil estimasi jangka pendek variabel yang mempengaruhi JII secara signifikan negative yaitu Suku Bunga Bank Indonesia sebesar $-1,983364$, Nilai Tukar sebesar $-4,725627$.

Variabel BI Rate berpengaruh negatif signifikan terhadap JII. Apabila ada kenaikan Bi rate sebesar 1% maka adanya penurunan JII sebesar 1,983364%. Kenaikkan BI Rate direspon negatif oleh JII karena kenaikan BI Rate mempengaruhi Tingkat Suku Bunga Bank. Investor lebih tertarik untuk menyimpan dananya ke deposito daripada menyimpan dalam bentuk surat berharga. Hasil yang sama ditemukan oleh penelitian Sudarsono (2018) menike (2006), ardana (2016), widowati (2018), Zuhri (2006), Hussin dkk (2012), Damayanti (2014) dan Kuwomu dan Victor (2011).

Variabel Nilai Tukar berpengaruh negative signifikan terhadap JII. Apabila ada kenaikan nilai tukar sebesar 1Rupiah maka ada penurunan JII sebesar 4,725627%. Semakin tinggi nilai dollar US terhadap Rupiah maka mendorong investor di BEI untuk menahan membeli saham syariah yang berdampak pada permintaan saham syariah turun, sehingga indeks harga saham syariah JII mengalami penurunan. Investor tentu beralih memilih investasi lainnya misal pada pasar valuta asing dan tabungan. Hasil yang sama dengan penelitian Ari dan Himawan (2019), Suciningtyas dan khoiroh (2015), Firdausi dkk (2016), Rahmawati dan Laila (2015), Sudarsono (2018), Alina (2015), Pasaribu dan Firdaus (2013).

Uji koefisien determinasi (R^2) atau nilai Adjusted R^2 dalam penelitian jangka pendek ini sebesar 0,3068 atau 30,68%. Hal ini berarti sebesar 30,68% variabel JII dapat dipengaruhi oleh variabel independennya. Sedangkan sisanya 69,32% dapat dijelaskan oleh variabel lain diluar model penelitian. Dilihat dari nilai adjusted R^2 bahwa pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen dalam jangka pendek tergolong lemah. Setelah melalui uji asumsi klasik data tersebut lolos uji linieritas dengan F statistic (0.2094) diatas 0,05, lolos uji multikolinieritas nilai VIF dibawah 10, lolos uji heteroskedastisitas dengan nilai Obs R Squared (0.3521) diatas 0,05 dan terakhir lolos uji autokorelasi dengan nilai probabilitas F statistic (0.97) diatas 0,05.

Tabel 1.7. Hasil Regresi Jangka Panjang ISSI

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INFLASI	136.7414	236.3784	0.578485	0.5643
SBI	215.7191	582.6446	0.370241	0.7120
NT	-2.103480	0.711044	-2.958300	0.0039
JUB	0.004635	0.001417	3.271609	0.0015
HE	-7.030289	3.099657	-2.268086	0.0256
SBD	237.5953	633.9460	0.374788	0.7087
IHDS	-107.1635	381.7214	-0.280738	0.7795
IPI	0.180040	0.593119	0.303547	0.7621
C	25850.97	9378.077	2.756532	0.0070
R-squared	0.431489	Mean dependent var		15905.33

Tabel 7. Menunjukkan hasil regresi kointegrasi yang menunjukkan hubungan variabel independen dengan ISSI. Variabel yang mempengaruhi ISSI dalam Jangka panjang adalah Nilai Tukar (NT), Jumlah Uang Beredar (JUB), dan Harga Emas (HE). Sedangkan variabel Inflasi, Suku Bunga Bank Indonesia (SBI), Suku Bunga Deposito(SBD), Imbal Hasil Deposito Syariah (IHDS) dan Indeks Produksi Industri (IPI) tidak berpengaruh dalam jangka panjang. Hasil estimasi jangka panjang ada satu variabel menunjukkan hubungan signifikan positif terhadap ISSI yaitu Jumlah Uang Beredar sebesar 3, 271609. Variabel yang mempengaruhi ISSI secara signifikan negatif yaitu Nilai Tukar sebesar – 2,958300, dan Harga Emas – 2,268086.

Variabel Nilai Tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap ISSI. Apabila ada kenaikan nilai tukar sebesar 1Rupiah maka ada penurunan ISSI sebesar 2,958300%. Semakin tinggi nilai dollar US terhadap Rupiah maka mendorong investor di BEI untuk menahan membeli saham syariah yang berdampak pada permintaan saham syariah turun, sehingga indeks harga saham syariah ISSI mengalami penurunan. Investor tentu beralih memilih investasi lainnya misal pada pasar valuta asing dan tabungan. Hasil yang sama dengan penelitian Ari dan Himawan (2019), Suciningtyas dan khoiroh (2015), Firdausi dkk (2016), Rahmawati dan Laila(2015), Sudarsono (2018), Alina (2015), Pasaribu dan Firdaus (2013).

Variabel Jumlah Uang Beredar berpengaruh positif signifikan terhadap ISSI. Apabila ada kenaikan jumlah uang beredar sebesar 1 Rupiah maka ada kenaikan ISSI sebesar 3,271609%. Kenaikkan jumlah uang beredar direspon positif oleh ISSI. Pertumbuhan jumlah uang beredar yang stabil meningkatkan daya beli masyarakat sehingga berdampak pula terhadap peningkatan permintaan saham di pasar modal. Adanya peningkatan Jumlah Uang Beredar mendorong bertambahnya sumber pembiayaan bagi perusahaan, sehingga perusahaan dapat melebarkan

usahanya lebih luas yang akhirnya meningkatkan kinerja perusahaan. Meningkatnya kinerja perusahaan merangsang para investor untuk melirik saham perusahaan tersebut, yang berdampak positif terhadap harga saham. Hal ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Zuhri (2006), Rowland dan Mikail (2013), Sudarsono (2018), Ishomuddin (2010), Nugroho (2008).

Variabel Harga Emas berpengaruh negatif Signifikan terhadap ISSI. Apabila ada kenaikan harga emas sebesar 1 USD maka ada penurunan ISSI sebesar 2,268086%. Semakin tinggi harga emas maka menyebabkan investor beralih dari berinvestasi di saham menjadi membeli emas. Dan menahan membeli saham sehingga menyebabkan penurunan harga saham. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh penelitian Utoyo dan Riduwan (2016) yang menyatakan bahwa Harga Emas Dunia berpengaruh positif terhadap Jakarta Islamic Index (JII). Kemudian penelitian Husnul dkk, (2017) yang menemukan adanya hubungan positif antara Harga Emas Dunia dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Agestiani dan Sutanto (2019) yang menemukan harga emas berpengaruh positif terhadap JII.

Uji koefisien determinasi (R^2) atau nilai Adjusted R^2 dalam penelitian ini sebesar 0,4314 atau 43,14%. Hal ini berarti sebesar 43,14% variabel ISSI dapat dipengaruhi oleh variabel independennya. Sedangkan sisanya 56,86% dapat dijelaskan oleh variabel lain diluar model penelitian. Dilihat dari hasil adjusted R^2 bahwa pengaruh variabel independent dalam jangka panjang kurang kuat untuk mempengaruhi variabel dependent.

Tabel 1.8. Hasil Uji Stasioneritas Residual ECT ISSI

Null Hypothesis: ECT has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.858117	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.496346	
5% level	-2.890327	
10% level	-2.582196	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Tabel diatas menunjukkan bahwa residual regresi stasioner pada level. Yaitu dengan melihat probabilitasnya 0.0000 yang lebih kecil dari 0.05. Hal ini berarti terdapat hubungan yang signifikan (berkointegrasi) dalam jangka panjang antara variabel ISSI dan variabel independennya. Artinya model *Error Correction Model*

yang digunakan dalam penelitian ini tepat. Dapat disimpulkan juga bahwa keseluruhan variabel independen dalam penelitian ini mempengaruhi variabel dependen, selain itu memberikan efek jangka panjang dan jangka pendek terhadap variabel dependen

Tabel 1.9. Hasil Regresi Jangka Pendek ISSI

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INFLASI)	131.0506	364.5355	0.359500	0.7201
D(SBI)	-396.5548	1382.392	-0.286861	0.7749
D(NT)	-1.999459	0.894518	-2.235237	0.0278
D(JUB)	-0.001313	0.005003	-0.262513	0.7935
D(HE)	-6.099745	4.594893	-1.327505	0.1877
D(SBD)	-824.0403	1592.520	-0.517444	0.6061
D(IHDS)	-325.3778	580.3489	-0.560659	0.5764
D(IPI)	0.197237	0.444686	0.443542	0.6584
ECT(-1)	-0.991044	0.102824	-9.638228	0.0000
C	165.4526	295.0261	0.560807	0.5763
R-squared	0.530559	Mean dependent var		29.54455

Tabel 9. Hasil estimasi jangka pendek ada satu variabel menunjukkan hubungan signifikan negative terhadap ISSI yaitu Jumlah yaitu Nilai Tukar sebesar – 2,235237. Apabila ada kenaikan nilai tukar sebesar 1Rupiah maka ada penurunan ISSI sebesar 2,235237%. Semakin tinggi nilai dollar US terhadap Rupiah maka mendorong investor di BEI untuk menahan membeli saham syariah yang berdampak pada permintaan saham syariah turun, sehingga indeks harga saham syariah ISSI mengalami penurunan. Investor tentu beralih memilih investasi lainnya misal pada pasar valuta asing dan tabungan. Hasil yang sama dengan penelitian Ari dan Himawan (2019), Suciningtyas dan khoiroh (2015), Firdausi dkk (2016), Rahmawati dan Laila(2015), Sudarsono (2018), Alina (2015), Pasaribu dan Firdaus (2013). Setelah melalui uji asumsi klasik data tersebut lolos uji linieritas dengan F statistic (0.2921) diatas 0,05, lolos uji multikolinieritas nilai VIF dibawah 10, lolos uji heteroskedastisitas dengan nilai Obs R Squared (0.8926) diatas 0,05 dan terakhir lolos uji autokorelasi dengan nilai probabilitas F statistic (0.99) diatas 0,05.

Uji koefisien determinasi (R^2) atau nilai Adjusted R^2 dalam penelitian ini sebesar 0,5305 atau 53,05%. Hal ini berarti sebesar 53,05% variabel ISSI dapat dipengaruhi oleh variabel independennya. Sedangkan sisanya 49,95,% dapat dijelaskan oleh variabel lain diluar model penelitian. Dilihat dari hasil adjusted R^2 bahwa pengaruh variabel independent dalam jangka panjang mempengaruhi variabel dependent.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan maka pada penelitian ini dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Dalam jangka panjang variabel yang berpengaruh terhadap JII adalah suku bunga Bank Indonesia, Nilai Tukar, Jumlah Uang Beredar, Harga Emas, dan Suku Bunga Deposito.
2. Dalam jangka pendek variabel yang berpengaruh terhadap JII adalah suku bunga Bank Indonesia, dan Nilai tukar.
3. Dalam jangka panjang variabel yang berpengaruh terhadap ISSI adalah Nilai Tukar, Jumlah Uang Beredar, dan Harga Emas.
4. Dalam jangka pendek variabel yang berpengaruh terhadap ISSI hanya satu yaitu variabel Nilai Tukar.

Saran

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan baik dari segi variabel yang digunakan maupun periode waktu penelitian, sehingga tidak menutup kemungkinan bagi pihak lain untuk melanjutkan maupun meneliti lebih jauh berkaitan dengan tema penelitian ini. Bagi investor yang ingin menanamkan modalnya perlu memperhatikan faktor makroekonomi yang ada. Dan apabila instrumen investasi yang dipilih berbasis syariah, maka dapat menjadikan Indeks Harga Saham Syariah JII dan ISSI sebagai acuan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ardana, Yudhistira. (2016). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Di Indonesia: Model ECM. *Esensi: Jurnal Bisnis dan Manajemen*. Volume 6(1), pp.17-28.
- Ash Shiddiqy, Muhammad. (2019). Pengaruh Indeks Produksi Industri, SBIS, Inflasi, Kurs terhadap ISSI tahun 2012-2018. *Jurnal Penelitian Agama dan Masyarakat Panangaran*. Volume 3, no 1, 2019.
- Asmy, M., Rohilina, W., Hassama, A., & Fouad, M (2010). *Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Malaysia: An Approach of Error Correction Model*. MPRA Paper. No. 20970
- Beik, I. S & Fatmawati, S. W. (2013). Pengaruh Indeks harga Saham Syariah Internasional dan variabel Makro Ekonomi terhadap Jakarta Islamic Index Al Iqtishad: *Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal. of Islamic Economics)*. Vol. 6 (2): 155- 179. doi:<https://doi.org/10.15408/aiq.v6i2.1228>

- Bekhet, H. A. & Mugableh, M. I. (2012). Investigating Equilibrium Relationship between Macroeconomic Variables and Malaysian Stock Market Index through Bounds Tests Approach *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 4(10): 69-81. doi <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n10p69>.
- Boediono. (1993), *Ekonomi Makro: Seri Sinopsis Pengantar Ilmu Ekonomi No.1 Edisi 2*, BPFE, Yogyakarta.
- Damayanti, S. M. (2014). Analisis Pengaruh Variabel-variabel Makroekonomi terhadap Tingkat Pengembalian di Pasar Modal. *Binus Business Review*. Vol. 5(1): 267-277. doi: <https://doi.org/10.21512/bbr.v5i1.1215>.
- Djarwanto, PS. (1994), *Statistik Induktif*, BPFE, Yogyakarta.
- Dornbusch, Rudiger, Stanley F. 2004. *Ekonomi Makro*. Julius AM, Penerjemah. Jakarta (ID): Media Global Edukasi. Terjemahan dari: *Macro Economic*.
- Firdausi AN, Fahmi I, Saptono IT (2016), Pengaruh Indeks Harga Saham Regional ASEAN dan variabel Makroekonomi terhadap ISSI. *Jurnal Al-Muzara'ah* Vol.4, no 2, 2016.
- Gitman H. (2001). *Money Market 2nd ed*. New Jersey (US): Pearson Education.
- Hajiji, Ajid. (2008). Pengaruh Kurs USD, Suku Bunga SBI dan Inflasi Terhadap Perubahan Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Jakarta. *Kertas Kerja*, IPB, Bogor.
- Hermuningsih, Sri, Hanita Yuniati, Mujino, (2017) Apakah Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Memediasi Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Return Saham Syariah, *Jurnal Manajemen dan Bisnis Indonesia*, Vol 4 (2): 185- 199.
- Hosseini, S. M., Ahmad, Z., & Lay, Y. W. (2011). The Role of Macroeconomic Variables on Stock Market Index in China and India. *International Journal of Economics and Finance*. Vol 3 (6):233243. doi:<https://doi.org/10.5539/ijef.v3n6p233>.
- Huda, Nurul, Mustafa Edwin Nasution (2014), *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*, cetakan ketiga, Prenada Kencana.
- Husnan, S. (1998). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas (Edisi Kedua)*.UPNAMP YKPN.
- Hussin, M. Y. M., Muhammad, F., Abu, M. F. & Awang, S.A. (2012). Macroeconomic Variable and Malaysian Islamic Stock Market: A time Series Analysis. *Journal of Business Studies Quarterly*. Vol. 3 (4): 1-13.
- Iman, N. (2008). *Memulai Investasi Reksadana*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Insukindro. (1992). *Pembentukan Model dalam Penelitian Ekonomi*. Fakultas Ekonomi Bisnis UGM.

- Ishomuddin. (2010). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Dalam Dan Luar Negeri Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Indonesia (Periode Pengamatan 1991.1-2009.12). *Kertas Kerja*, Universitas Diponegoro. Semarang.
- Kuwomu, J. K. M & Victor, O. N. (2011). Macroeconomic Variables and Stock Marke Returns: Full Information Maximum Likelihood Estimation. *Journal of Finance and Accounting*. Vol. 2 (4): 49-63.
- Majid, M. S. A., & Yusof, R. M. (2009). Long-run Relationship Between Islamic Stock Returns and Macroeconomic Variables An Application of The Autoregressive Distributed Lag Model. *Humanomics*. Vol. 25(2):127141. doi:https://doi.org/10.1108/082886609109641
- Menike, L. M. C. S. (2006). The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Emerging SriLanka Stock Market. *Sabaragamuwa University Journal*. Vol. 6 (1):50-67.
- Nasir, M., Fakriah, & Ayuwandirah.(2016). Analisis Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia dengan Metode Pendekatan Vector Autoregression. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 15(1): 53-63.
- Paramita, Alina. (2015). Analisis Makro Ekonomi, IHSG, dan Bursa Saham Syariah Internasional terhadap ISSI. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB (JIMFEB)*. Vol. 4 No. 2.
- Pasaribu, R. B. F & Firdaus, M. (2013). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*. Vol. 7(2): 117-128.
- Prabowo, Dimas. (2013). Analisis Pengaruh SBIS, Inflasi, Dan JUB terhadap ISSI. Skripsi. Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah. Jakarta.
- Rachmawati, Martien, Laila, Nisful. (2015). Faktor Makroekonomi Yang Mempengaruhi Pergerakan Harga Saham Pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Di Bursa Efek Indonesia (BEI). *JESTT* Vol. 2 No. 11. Pp. 928-942.
- Sakinah, Rachman dan Sri Herianingrum (2018) "Pengaruh Instrumen Sertifikat BankIndonesia (SBI), Pasar Uang Antar Bank (PUAB), Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), Pasar Uang Antar Bank Syariah (PUAS) Terhadap M2 Di Indonesia Periode 2009-2016, *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* Vol. 5 (1): 79-92.
- Salvatore, Dominick. 2008. *Teori dan Soal-soal Mikro Ekonomi*. Rudi Sitompul, penerjemah. Jakarta (ID): Erlangga. Terjemahan dari: *Theory and Problem of Micro Economic Theory*, 3rd edition.

- Saputra, Rega, Erdah Listriani dan Dinnul Alfian Akbar (2017), Pengaruh Bi Rate, Inflasi, Nilai Tukar Rupiah, Dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), *I-Economic* Vol.3(1): 51-72.
- Satrio, Gede Budi. (2006). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap IHSG Di BEJ Periode 1999-2005 (Dengan Pendekatan ECM). *Kertas Kerja*. Universitas Diponegoro.
- Sholihin, A.I. (2010). *Buku Pintar Ekonomi Syariah*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Siamat, Dahlan. (2004). *Manajemen Lembaga Keuangan*. Edisi Keempat. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Suciningtias, S.A. dan R.Khoiroh. (2015). Analisis Dampak Variabel Makro ekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISS). *Jurnal CBAM Unissula*. Vol 2 No.1, hlm. 399-412.
- Sudarsono, Heri. (2018). Indikator Makroekonomi dan Pengaruhnya Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Esensi: *Jurnal Bisnis dan Manajemen* Volume 8 (2), pp. 115-132.
- Sukirno, Sadono. (2004). Pengantar Teori Makro Ekonomi, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Jakarta.
- Sunariyah. (2006). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal (Edisi ke-5)*. Yogyakarta: UPPSTIM YKPN.
- Sutedi, Andrian. (2011). *Pasar Modal Syariah*, Sinar Grafika, Jakarta.
- Tesa, Silvia. 2012. Pengaruh Suku Bunga Internasional, Nilai Tukar Rupiah /US\$ Dan Inflasi Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Di Bursa Efek Gabungan Tahun 2000- 2010. *Economics Development Analysis Journal*, 1(1), pp:1-13.
- Utoyo, Novita Ndari dan Riduwan, Akhmad (2016), Pengaruh Tingkat Inflasi, Suku Bunga, Harga Emas Dunia, dan Kurs Pada JII, *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* Vol. 5, No. 8
- Widarjono, Agus. (2012). *Ekonometrika: Pengantar dan Aplikasinya*. UPP STIM YKPN Yogyakarta.
- Widowati, Nuzulia Dwi. (2018). Analisis Integrasi Indeks Saham Syariah Dunia dan Kinerja Variabel Makroekonomi Terhadap ISSI. *Tesis*. Universitas Islam Indonesia. Yogyakarta.
- Zuhri, Fahrudin Muh. (2006). Analisis Pengaruh Inflasi, Jumlah Uang Beredar, Exchange Rate dan Interest Rate Terhadap Indeks Jakarta Islamic Index Periode 2002-2005. *Kertas Kerja*, STAIN, Surakarta.