

**PENGARUH MAKROEKONOMI DOMESTIK DAN GLOBAL
TERHADAP RETURN JAKARTA ISLAMIC INDEX DI
PASAR MODAL INDONESIA**



RIZA SHINTIA

**PASCASARJANA
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI AR-RANIRY
BANDA ACEH
2026**

**PENGARUH MAKROEKONOMI DOMESTIK DAN GLOBAL
TERHADAP RETURN JAKARTA ISLAMIC INDEX DI
PASAR MODAL INDONESIA**



**RIZA SHINTIA
NIM. 241008006**

**Tesis Ini Disusun Untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan
Untuk Mendapatkan Gelar Magister Dalam
Program Studi Ekonomi Syariah**

**PASCASARJANA
PROGRAM STUDI EKONOMI SYARIAH
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI AR-RANIRY
BANDA ACEH
2026**

LEMBAR PERSETUJUAN PEMBIMBING

**PENGARUH MAKROEKONOMI DOMESTIK DAN GLOBAL
TERHADAP RETURN JAKARTA ISLAMIC INDEX DI
PASAR MODAL INDONESIA**

RIZA SHINTIA

NIM. 241008006

Program Studi Ekonomi Syariah

Tesis ini sudah dapat diajukan kepada
Pascasarjana UIN Ar-Raniry Banda Aceh
untuk diujikan dalam ujian Tesis

Menyetujui,

Pembimbing I

Pembimbing II

Dr. Muhammad Adnan, S.E., M.Si.

Dr. Khairul Amri, S.E., M.Si.

LEMBAR PENGESAHAN

PENGARUH MAKROEKONOMI DOMESTIK DAN GLOBAL TERHADAP RETURN JAKARTA ISLAMIC INDEX DI PASAR MODAL INDONESIA

RIZA SHINTIA

NIM. 241008006

Program Studi Ekonomi Syariah

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji Tesis Pascasarjana
Universitas Islam Negeri (UIN) Ar-Raniry Banda Aceh

Tanggal: 20 Agustus 2026 M
7 Rabiul Awal 1448 H

TIM PENGUJI

Ketua

Sekretaris

Dr. Muhammad Zulhilmi, M.A

Indina Tazkiya Lubis, S.H., M.E

Penguji,

Penguji,

Prof. Dr. Arniadi Musa, M.A

Muhammad Arifin, M.A., Ph.D

Penguji

Penguji

Dr. Khairul Amri, S.E., M.Si

Dr. Muhammad Adnan, S.E., M.Si

Banda Aceh, 24 Agustus 2026

Pascasarjana

Universitas Islam Negeri (UIN) Ar-Raniry Banda Aceh

Direktur,

Prof. Eka Srimulyani, S.Ag., M.A., Ph.D

Nip. 19770219 199803 2001

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN

Yang bertanda tangan dibawah ini

Nama : Riza Shintia
Tempat/ Tgl Lahir : Langsa, 17 Mei 1999
NIM : 241008006
Program Studi : Ekonomi Syariah

Dengan ini penulis menyatakan bahwa tesis ini merupakan hasil karya penulis sendiri dan bukan merupakan jiplakan atau karya orang lain. Tesis ini belum pernah diajukan untuk memperoleh gelar akademik pada perguruan tinggi manapun. Segala sumber yang digunakan telah dinyatakan secara jelas dalam naskah dan dicantumkan dalam pustaka.

Banda Aceh, 01 Agustus 2026
Saya yang menyatakan,


Shintia
241008006

PEDOMAN TRANSLITERASI

Langkah untuk memudahkan penulisan tesis ini, penulis menggunakan transliterasi dengan mengikuti format yang berlaku pada Pascasarjana Universitas Islam Negeri Ar-Raniry Banda Aceh, sebagaimana ditetapkan dalam keputusan Bersama Menteri Agama dan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan Nomor: 158 Tahun 1987- Nomor: 0543 b/u 1987, serta tercantum dalam buku panduan penulisan tesis dan disertasi tahun 2019/2020. Transliterasi dimaksudkan untuk menunjukkan huruf daripada bunyinya, yang diharapkan akan memudahkan untuk memahami apa yang sedang ditulis. Ada berbagai cara Fonem Konsonan Bahasa Arab dilambangkan dalam tulisan transliterasi ini, tergantung pada huruf yang digunakan.

1. Konsonan

No	Arab	Latin	No	Arab	Latin
1	ا	Tidak dilambangkan	16	ط	Ṭ
2	ب	B	17	ظ	Ẓ
3	ت	T	18	ع	‘
4	ث	Ṣ	19	غ	G
5	ج	J	20	ف	F
6	ح	H	21	ق	Q
7	خ	Kh	22	ك	K
8	د	D	23	ل	L
9	ذ	Ẓ	24	م	M
10	ر	R	25	ن	N
11	ز	Z	26	و	W

12	س	S	27	ه	H
13	ش	Sy	28	ء	'
14	ص	Ş	29	ي	Y
15	ض	Ḍ	0		

2. Kosnonan yang dilambangkan dengan W dan Y

Waq'	وضع
'Iwaḍ	عوض
Dalw	دلو
Yad	يد
ḥiyal	حيل
ṭahī	طهي

3. Mâd dilambangkan dengan ā, ī, dan ū. Contoh:

Ūlā	أولى
Şūrah	صورة
Dhū	ذو
Īmān	إيمان
Fī	في
Kitāb	كتاب
Siḥāb	سحاب
Jumān	جمان

4. Diftong dilambangkan dengan aw dan ay. Contoh:

Awj	اوج
Nawm	نوم
Law	لو
Aysar	أيسر
Syaykh	شيخ
'Aynay	عيني

5. Alif (ا) dan waw (و) ketika digunakan sebagai tanda baca tanpa fonetik yang bermakna tidak dilambangkan. Contoh:

Fa‘alū	فعلوا
Ulā’ika	ألك
Ūqiyah	أوقية

6. Penulisan *alif maqṣūrah* (ي) yang diawali dengan baris fathā (َ) ditulis dengan lambang â. Contoh:

Hattā	حتى
Maḍā	مضى
Kubrā	كبرى
Muṣṭafā	مصطفى

7. Penulisan *alif manqūṣah* (ي) yang diawali dengan baris kasrah (ِ) ditulis dengan î, bukan îy. Contoh:

Raḍī al-Dīn	رضي الدين
al-Miṣrī	المصري

8. Penulisan ة (tā’ marbūṭah)

Bentuk penulisan ة (tā’ marbūṭah) terdapat dalam tiga bentuk, yaitu:

- Apabila ة (tā’ marbūṭah) terdapat dalam satu kata, dilambangkan dengan ۃ (hā’). Contoh:

Ṣalāh	صلاة
-------	------

- Apabila ة (tā’ marbūṭah) terdapat dalam dua kata, yaitu sifat dan yang disifati (*sifat mauṣūf*), dilambangkan ۃ (hā’). Contoh:

al-Risālah al-Bahīyah	الرسالة البهية
-----------------------	----------------

- Apabila ة (tā’ marbūṭah) ditulis sebagai *muḍāf* dan *muḍāf ilayh*, dilambangkan dengan “ۃ”. Contoh:

Wizārat al-Tarbiyah	وزارة التربية
---------------------	---------------

9. Penulisan ء (hamzah)

Penulisan Hamzah terdapat dalam dua bentuk, yaitu:

- a. Apabila terdapat diawal kalimat ditulis dilambangkan dengan “a”. Contoh:

Asad	أسد
------	-----

- b. Apabila terdapat ditengah kata dilambangkan dengan “,”. Contoh:

Mas’alah	مسألة
----------	-------

10. Penulisan ء (hamzah) *waṣal* dilambangkan dengan “a”. Contoh:

Riḥlat Ibn Jubayr	رحلة ابن جبیر
al-Istidrāk	الإستدراك
Kutub Iqtanat’hā	كتب أقتنتها

11. Penulisan *syaddah* atau *tasydīd*

Penulisan *syaddah* bagi konsonan waw (و) dilambangkan dengan “ww” (dua huruf w). Adapun bagi konsonan yâ’ (ي) dilambangkan dengan “yy” (dua huruf y). Contoh:

Quwwah	قوة
‘Aduww	عدوّ
Syawwāl	سؤال
Jaww	جوّ
al-Miṣriyyah	المصرية
Ayyām	أيام
Quṣayy	قصي
al-Kasysyāf	الكشاف

12. Penulisan alif lâmm (لا)

Penulisan لا dilambangkan dengan “al-” baik pada لا shamsiyyah maupun لا qamariyyah. Contoh:

al-kitāb al-thānī	الكتاب الثاني
al-ittiḥād	الإتحاد
al-aṣl	الأصل

al-āthār	الأثار
Abū al-Wafā'	ابو الوفاء
Maktabat al-Nahḍah al-Miṣriyyah	مكتبة النهضة المصرية
bi al-tamām Wa al-kamāl	بالتمام والكمال
Abū al-Layth al-Samarqandī	ابو الليث السمرقندي

Kecuali ketika huruf berjumpa dengan huruf ل di depannya, tanpa huruf alif (ا), maka ditulis “lil”. Contoh:

Lil-Syarbaynī	للشربيني
---------------	----------

13. Penggunaan “ ‘ ” untuk membedakan antara (dal) dan ت (tā) yang beriringan dengan huruf ه (hā) dengan huruf ذ (dh) dan ث (th). Contoh:

Ad'ham	أدهم
Akramat'hā	أكرمتهَا

14. Tulisan Allāh dan beberapa kombinasinya

Allāh	الله
Billāh	بِالله
Lillāh	لله
Bismillāh	بِسْمِ الله

KATA PENGANTAR



Puji syukur Alhamdulillah penulis panjatkan kehadiran Allah SWT. atas limpahan rahmat dan karunia-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan tesis yang berjudul **“Pengaruh Makroekonomi Domestik Dan Global Terhadap Return Jakarta Islamic Index Di Pasar Modal Indonesia”**. Shalawat dan salam semoga senantiasa tercurah kepada junjungan Nabi Muhammad SAW. yang telah membimbing ummatnya menjadi generasi terbaik dimuka bumi.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa dalam proses penyusunan tesis ini terdapat berbagai hambatan dan tantangan. Namun, berhat bimbingan, dukungan, serta doa dari berbagai pihak, penulis dapat menyelesaikan tesis ini dengan baik. Pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan ucapan terimakasih yang tulus kepada semua pihak yang telah memberikan bantuan dan dukungan, baik secara langsung maupun tidak langsung, dalam proses penyusunan tesis ini. Adapun pihak-pihak yang penulis sampaikan penghargaan khusus diantaranya ialah:

1. Prof. Dr. H. Mujiburrahman, M.Ag., selaku Rektor Universitas Islam Negeri Ar-Raniry Banda Aceh.
2. Prof. Eka Srimulyani, S.Ag, M.A, Ph.D., selaku Direktur Pascasarjana UIN Ar-Raniry Banda Aceh.
3. Prof. Dr. T. Zulfikar, M.Ed., selaku Wakil Direktur Pascasarjana UIN Ar-Raniry Banda Aceh.
4. Dr. Bismi Khalidin, S.Ag, M.Si., selaku Ketua Program Studi Ekonomi Syariah, atas arahan dan dukungan selama proses studi.
5. Dr. Muhammad Adnan, SE, M.Si., selaku Dosen Pembimbing I, dan Dr. Khairul Amri, S.E., M.Si. selaku Dosen Pembimbing II yang telah meluangkan waktu, bimbingan dan arahan, serta motivasi penuh kesabaran hingga tesis ini selesai.

6. Teristimewa kepada Orangtua tercinta Ayah Muhammad dan Ibu Mukhrawati, atas dukungan, doa, serta dorongan penuh baik dari kasih sayang maupun materi. Serta saudara sedarah Salsa Bila, Akhi Aulia, Alfi Farizi, Muhammad Rafa dan Muhammad Rafi serta seluruh keluarga besar penulis yang senantiasa memberikan doa dan dukungan dengan sepenuh hati.
7. Sahabat seperjuangan sejak jenjang S1 hingga S2, Putri Bungsu Siregar yang bukan hanya menjadi teman diskusi dan penyemangat dalam perjalanan akademik, tetapi juga rekan berbagi keseharian. Kebersamaan dalam suka dan duka, canda dan lelah, telah menghadirkan warna tersendiri yang membuat setiap langkah terasa lebih bermakna. Dukungan dan kehadirannya menjadi bagian penting dalam proses hingga terselesaikannya tesis ini.
8. Saudara Khairul Umam, yang dengan penuh ketulusan telah mendampingi penulis dalam berbagai proses kehidupan dan akademik. Dukungan, motivasi, serta kehadirannya menjadi sumber kekuatan yang sangat berarti, dan akan terus menjadi bagian penting dalam perjalanan penulis menuju tahap kehidupan berikutnya.
9. Sahabat dan teman-teman seperjuangan di Program Studi Ekonomi Syariah angkatan 2024, serta seluruh pihak lain yang turut memberikan dukungan, motivasi, dan bantuan selama proses penyusunan tesis ini.

Semoga Allah SWT. membalas segala kebaikan dan bantuan yang telah diberikan dengan balasan yang sebaik-baiknya. Penulis berharap tesis ini dapat memberikan manfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan serta bagi pihak-pihak yang membutuhkan.

Banda Aceh, 1 Agustus 2026

Penulis.



Riza Shintia

ABSTRAK

Judul : Pengaruh Makroekonomi Domestik Dan Global Terhadap Return Jakarta Islamic Index Di Pasar Modal Indonesia.
Nama / NIM : Riza Shintia / 241008006
Pembimbing I : Dr. Muhammad Adnan, S.E., M.Si.
Pembimbing II : Dr. Khairul Amri, S.E., M.Si.

Kinerja pasar modal umumnya dilihat dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai barometer pasar modal karena mencerminkan pergerakan harga saham. Sedangkan pada saham syariah, *Jakarta Islamic Index* (JII) yang menjadi *benchmark* atau tolak ukur kinerja saham syariah di Indonesia. Selama lima tahun terakhir, dari tahun 2021-2025 terjadinya fluktuasi indeks saham JII hingga mencerminkan penurunan mencapai 36,88%. Investor melakukan investasi atas dasar pertimbangan risiko dan *return* sehingga membuat *trade off* antara keduanya. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi domestik dan global terhadap *return* JII di pasar modal Indonesia dalam jangka pendek dan jangka panjang selama periode 2015-2025. Metodologi penelitian ini menggunakan metode kuantitatif, menggunakan data sekunder dalam bentuk runtun waktu (*time series*) dengan mengaplikasikan model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh positif dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII. Cadangan devisa dan harga emas dunia memiliki pengaruh signifikan dalam jangka panjang dan tidak berpengaruh dalam jangka pendek terhadap *return* JII. Sementara kurs dan harga minyak dunia berpengaruh signifikan dalam jangka pendek dan tidak berpengaruh pada jangka panjang. Untuk variabel *BI rate* tidak memiliki pengaruh pada jangka panjang maupun jangka pendek terhadap *return* JII.

Kata Kunci : Imbal Hasil, JII, Saham Syariah, Makroekonomi Domestik, Faktor Global, *ARDL*.

ABSTRACT

Title : The Influence of Domestic and Global Macroeconomics on the Return of Jakarta Islamic Index in the Indonesian Capital Market.

Name / NIM : Riza Shintia / 241008006

Advisor I : Dr. Muhammad Adnan, S.E, M.Si.

Advisor II : Dr. Khairul Amri, S.E, M.Si.

Capital market performance is generally measured by the Jakarta Composite Index (JCI), a barometer of the stock market, reflecting stock price movements. For sharia-compliant stocks, the Jakarta Islamic Index (JII) serves as the benchmark for Islamic stock performance in Indonesia. Over the past five years, from 2021 to 2025, the JII stock index fluctuated, reflecting a decline of 36.88%. Investors make investments based on risk and return so that it makes a trade-off between the two. The purpose of this study is to analyze the influence of domestic and global macroeconomic variables on returns. JII in the Indonesian capital market in the short and long term during the period 2015-2025. This research methodology uses quantitative methods, using secondary data in the form of time series by applying the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model. The results of this study indicate that inflation has a positive effect in the short and long term on returns. JII. Foreign exchange reserves and world gold prices have a significant long-term influence on returns and no short-term influence on returns. JII. Meanwhile, the exchange rate and world oil prices have a significant impact in the short term and no effect in the long term. The BI rate variable has no long-term or short-term impact on returns JII

Keywords : *Return JII, Sharia Stocks, Domestic Macroeconomics, Global Factors, ARDL.*

الملخص

العنوان	: تأثير الاقتصاد الكلي المحلي والعالمي على عائد مؤشر جاكارتا الإسلامي
الاسم / NIM	: ريزا سينتيا / 241008006
المشرف الأول	: الدكتور محمد عدنان، ماجستير
المشرف الثاني	: الدكتور خير العمري، ماجستير

ينظر عموماً إلى أداء سوق رأس المال من مؤشر أسعار الأسهم المركب (JCI) كمقياس لسوق رأس المال لأنه يعكس تحركات أسعار الأسهم. وفي الوقت نفسه، في الأسهم الإسلامية، يعد مؤشر جاكارتا الإسلامي (JII) المعيار أو المعيار لأداء أسهم الشريعة في إندونيسيا. خلال السنوات الخمس الماضية، من 2021 إلى 2025، شهدت مؤشرات JII تقلبات تعكس انخفاضاً بنسبة 36.88٪. يقوم المستثمرون بالاستثمار بناءً على اعتبارات المخاطر والعائد لإجراء مفاضلات بين الاثنين. الغرض من هذه الدراسة هو تحليل تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية والعالمية على عائد مؤشر JII في سوق رأس المال الإندونيسي على المدى القصير والطويل خلال الفترة من 2015 إلى 2025. تستخدم منهجية هذه الدراسة طريقة كمية، باستخدام بيانات ثانوية على شكل سلسلة زمنية من خلال تطبيق نموذج التأخر الموزع الذاتي الانحدار (ARDL). تظهر نتائج هذه الدراسة أن التضخم له تأثير إيجابي على المدى القصير والطويل على عوائد JII. لاحتياطات العملات الأجنبية وأسعار الذهب العالمية تأثير كبير على المدى الطويل ولا تؤثر على عوائد JII على المدى القصير. وفي الوقت نفسه، فإن أسعار وأسعار النفط العالمية لها تأثير كبير على المدى القصير ولا تؤثر على المدى الطويل. بالنسبة لمتغير معدل BI، لا يؤثر على المدى الطويل أو القصير على عائد JII.

الكلمات المفتاحية: العائد، JII، الأسهم الشرعية، الاقتصاد الكلي المحلي، العوامل العالمية، ARDL.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
LEMBAR PERSETUJUAN PEMBIMBING.....	ii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iii
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN.....	iv
PEDOMAN TRANSLITERASI.....	v
KATA PENGANTAR.....	x
ABSTRAK.....	xii
DAFTAR ISI.....	xv
DAFTAR TABEL.....	xviii
DAFTAR GAMBAR.....	xix
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Identifikasi Masalah.....	17
1.3 Rumusan Masalah.....	18
1.4 Tujuan Penelitian.....	18
1.5 Manfaat Penelitian.....	19
1.6 Sistematika Pembahasan.....	19
BAB II LANDASAN TEORI	
2.1 Pasar Modal	21
2.1.1 Indeks Saham Syariah	22
2.1.2 Konsep <i>Return</i> Saham Syariah.....	26
2.2 Analisis Fundamental Saham	27
2.2.1 Inflasi.....	28
2.2.2 BI Rate.....	31
2.2.3 Kurs.....	34
2.2.4 Cadangan Devisa	38
2.2.5 Harga Minyak Dunia.....	40
2.2.6 Harga Emas Dunia.....	43

2.3	Hubungan Antar Variabel	47
2.3.1	Hubungan Inflasi Terhadap Return JII	47
2.3.2	Hubungan BI Rate Terhadap Return JII	48
2.3.3	Hubungan Kurs Terhadap Return JII	49
2.3.4	Hubungan Cadangan Devisa Terhadap Return JII	50
2.3.5	Harga Minyak Dunia Terhadap Return JII	51
2.3.6	Harga Emas Dunia Terhadap Return JII	52
2.4	Hasil Penelitian Terkait	53
2.5	Kerangka Pemikiran	77
2.5.1	Keterkaitan antara return indeks saham dengan makro ekonomi domestik	77
2.5.2	Keterkaitan antara return indeks saham dengan makro ekonomi global	78
2.6	Hipotesis Penelitian	79

BAB III METODE PENELITIAN

3.1	Jenis Penelitian	81
3.2	Jenis dan Sumber Data	81
3.3	Variabel Penelitian	82
3.4	Definisi Operasional Variabel	82
3.5	Model Penelitian	83
3.6	Teknik Analisis Data	86
3.7	Uji Stasioneritas	87
3.8	Uji Lag Optimal (Lag Length Selection)	88
3.9	Autoregressive Distributed Lag (ARDL)	88
3.10	ARDL ECM (Error Correction Model)	89
3.11	Model ARDL Bounds Test	89
3.12	Uji Diagnostik Model	90

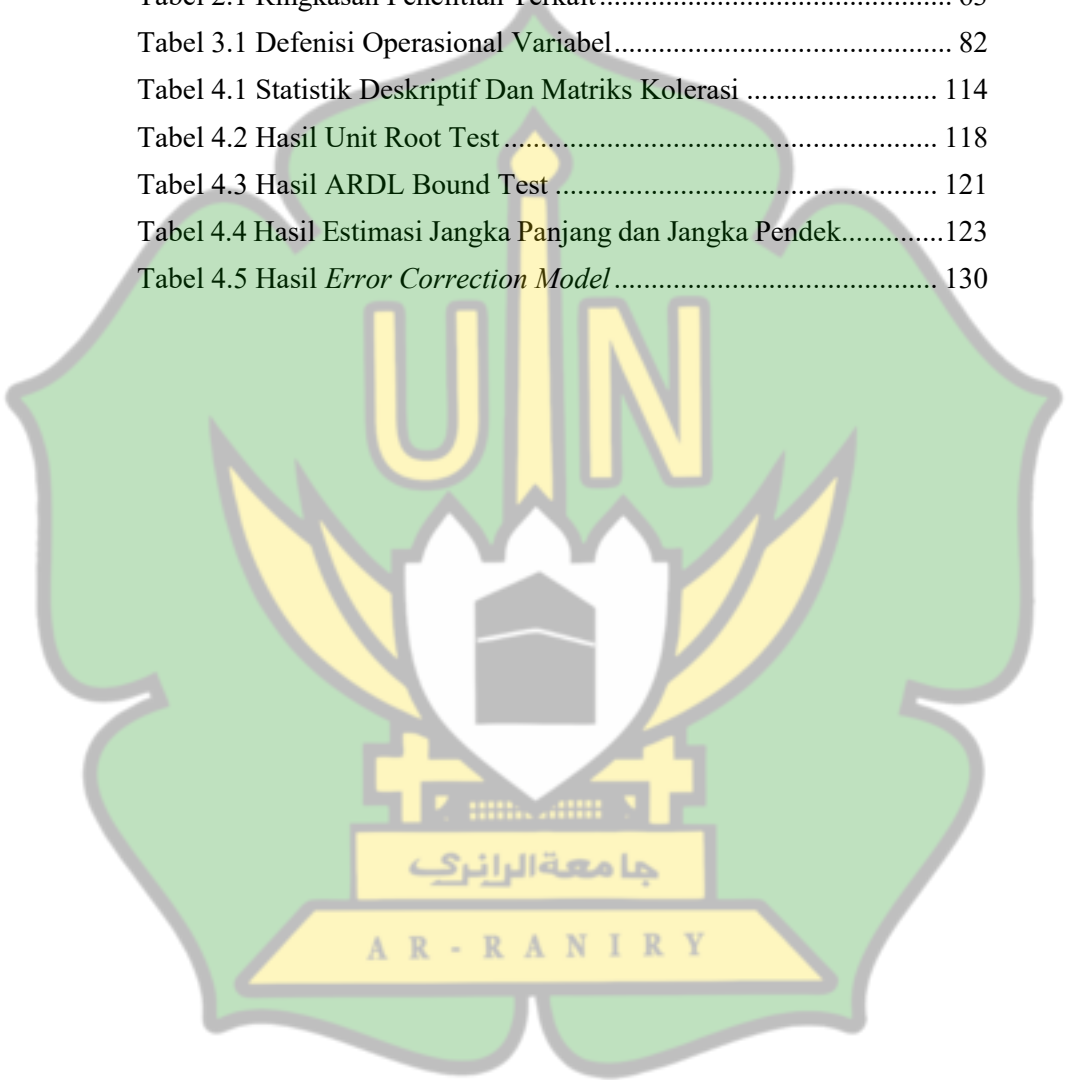
BAB IV PEMBAHASAN

4.1	Gambaran Umum Penelitian	92
-----	--------------------------------	----

4.2 Hasil statistik deskriptif.....	113
4.3 Hasil unit root test	118
4.4 Hasil estimasi	120
4.5 Uji ARDL ECM (Error Corection Model).....	130
4.6 Uji Diagnostik	131
4.6.1 Uji Normalitas	131
4.6.2 Uji Heteroskedastisitas	131
4.6.3 Uji Autokolerasi	131
4.6.4 Uji Spesifikasi Model (Ramsey Reset).....	131
4.7 Uji Stabilitas Model	132
4.8 Pengujian Hipotesis.....	133
4.8.1 Pengujian Hipotesis Inflasi Terhadap RJII	133
4.8.2 Pengujian Hipotesis BI Rate Terhadap RJII	135
4.8.3 Pengujian Hipotesis Kurs Terhadap RJII.....	136
4.8.4 Pengujian Hipotesis Cadangan Devisa Terhadap RJII	137
4.8.5 Pengujian Hipotesis Harga Minyak Dunia Terhadap RJII.....	139
4.8.6 Pengujian Hipotesis Harga Emas Dunia Terhadap RJII.....	140
BAB V PENUTUP	
5.1 Kesimpulan	142
5.2 Saran.....	144
DAFTAR PUSTAKA.....	146
LAMPIRAN-LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Return Saham Perusahaan	11
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terkait.....	63
Tabel 3.1 Defenisi Operasional Variabel.....	82
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Dan Matriks Kolerasi	114
Tabel 4.2 Hasil Unit Root Test	118
Tabel 4.3 Hasil ARDL Bound Test	121
Tabel 4.4 Hasil Estimasi Jangka Panjang dan Jangka Pendek.....	123
Tabel 4.5 Hasil <i>Error Correction Model</i>	130



DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Pergerakan Indeks Saham JII.....	3
Gambar 1.2 Pergerakan Inflasi Periode 2021-2025.....	5
Gambar 1.3 Pergerakan BI <i>Rate</i> Periode 2021-2025.....	7
Gambar 1.4 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah Periode 2021-2025	8
Gambar 1.5 Pegerakan Cadangan Devisa Periode 2021-2025	10
Gambar 1.6 Pergerakan Harga Emas Dunia Periode 2020-2025.....	13
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran.....	79
Gambar 4.1 Return Jakarta Islamic Index Tahun 2025	93
Gambar 4.2 Perkembangan Inflasi Tahun 2010-2025	97
Gambar 4.3 Perkembangan BI <i>rate</i> Tahun 2015-2025.....	99
Gambar 4.4 Perkembangan Kurs Rp/USD Tahun 2015-2025.....	102
Gambar 4.5 Perkembangan Cadangan Devisa Tahun 2015-2025	105
Gambar 4.6 Rata-rata Harga Minyak USD/Barel Tahun 2015-2025	108
Gambar 4.7 Perkembangan Harga Emas Dunia Tahun 2015-2025.....	111
Gambar 4.8 Grafik Cusum Test.....	132
Gambar 4.9 Grafik Cusum Of Squares Test	132

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Eksistensi pasar modal memiliki peran yang sangat penting dalam perekonomian suatu negara. Hal tersebut tercermin dari meningkatnya partisipasi serta minat masyarakat terhadap investasi di pasar modal. Total investor dari tahun 2024 meningkat hingga mencapai 36,67% menjadi 20,3 juta investor yang tergabung dari produk-produk di pasar modal seperti saham, obligasi serta surat berharga lainnya. Khusus pada saham dan surat berharga lainnya terjadi peningkatan, tercatat kenaikan lebih dari 2,2 juta investor hingga mencapai 8,59 juta investor saham. Pasar modal Indonesia sepanjang tahun 2025 telah beradaptasi dengan cepat dan menunjukkan tren positif seiring dengan dinamika perekonomian domestik dan global.¹

Profit saham yang diperoleh memiliki potensi imbal hasil yang kompetitif dan berkelanjutan sehingga investor cenderung tertarik memilih investasi saham.² Investor melakukan investasi atas dasar *trade-off* antara risiko dan *return*, yang dimana ketika investor menghadapi risiko tinggi maka harapan akan imbal hasil juga cenderung lebih besar karena adanya imbalan dari ketidakpastian investasi yang akan mereka tanggung. Ekspektasi *return* menunjukkan relevansi dalam analisis *return* indeks saham yang didasarkan pada prinsip risiko dalam berinvestasi.³

¹ BEI, 'Menutup Tahun Penuh Prestasi, Pasar Modal Indonesia Optimis Menyongsong Tahun 2026', 2025 <<https://www.idx.co.id/id/berita/siaran-pers/2531>> [accessed 2 July 2026].

² Widiastuti Murtiningrum And Salma Caesaria, 'Pengaruh Inflasi, Kurs, Sbi, Dan Jub Terhadap Ihsg', *Perbanas Institute*, 1.2 (2024), Pp. 260–73.

³ Suliman Zakaria And Suliman Abdalla, 'The Risk-Return Trade-Off In Emerging Stock Markets : Evidence From Saudi Arabia And Egypt', *International Journal Of Economics And Finance*, 4.6 (2012), Pp. 11–21, Doi:10.5539/Ijef.V4n6p11.

Kinerja pasar modal di Indonesia dapat dinilai dengan melihat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).⁴ IHSG menjadi parameter penting bagi kinerja pasar modal Indonesia yang berfungsi sebagai tolak ukur bagi investor untuk menilai kondisi pasar modal sehingga dapat membantu investor dalam menentukan strategi terhadap investasi saham.⁵ Ukuran kinerja portofolio saham selain melihat IHSG, indeks saham lainnya juga bisa digunakan sebagai pedoman portofolio aktif, seperti indeks saham syariah yaitu Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), *Jakarta Islamic Index* (JII), *Jakarta Islamic Index 70* (JII70), IDX-MES BUMN 17, *IDX Sharia Growth* (IDXshagrow). Dari kelima indeks saham syariah tersebut, indeks JII merupakan indeks saham syariah yang pertama kali muncul di Indonesia pada tahun 2000. Sebagai subset dari Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), *Jakarta Islamic Index* memiliki 30 emiten saham terpilih dengan kapitalisasi pasar tertinggi selama satu tahun terakhir yang sesuai dengan prinsip syariah.⁶

Jakarta Islamic Index (JII) menunjukkan kinerja saham-saham syariah yang telah memenuhi prinsip syariah serta memiliki likuiditas tinggi. Indeks JII turut berkontribusi terhadap peningkatan perekonomian di Indonesia, hal tersebut terlihat pada JII sebagai indeks saham syariah yang menjadi *benchmark*, JII juga berkontribusi terhadap modal kerja, perluasan pasar, pertumbuhan bisnis dan lainnya. Berikut grafik pergerakan nilai *Jakarta Islamic Index*.

⁴ A Mahendra, Mekar Meilisa Amalia, and Hengky Leon, 'Analisis Pengaruh Suku Bunga , Harga Minyak Dunia , Harga Emas Dunia Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Dengan Inflasi Sebagai Variabel Moderating Di Indonesia', *Owner: Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 6.2016 (2022), pp. 1069–82.

⁵ Kajian Ekonomi, Raihan Dewanda, and Selli Nelonda, 'Jurnal Pengaruh Faktor Makroekonomi Global Dan Domestik Terhadap Kinerja Pasar Modal Di Indonesia', *JKEP: Jurnal Kajian Ekonomi Dan Pembangunan.*, 8.1 (2026), pp. 43–52.

⁶ Iiz Izmuddin And Awaluddin, *Indeks Saham Syariah Di Pasar Modal (Analisis Investasi Di Bursa Efek Indonesia)* (Wade Group, 2022).

Gambar 1.1 Pergerakan Indeks Saham *Jakarta Islamic Index*



Sumber : *yahoofinance*, 2026

Gambar 1.1 menunjukkan terjadinya fluktuasi pergerakan nilai indeks JII selama 5 tahun terakhir dan secara kumulatif indeks turun mencapai 36.88 % selama tahun 2022-2026. Nilai maksimum berada pada angka 623.66 poin indeks dengan nilai terendah berada pada level 318.76 poin indeks namun pergerakan tersebut mulai menunjukkan pemulihan pada tren nilai indeks. Nilai rata-rata berada pada level 480-500 poin indeks. Pola pergerakan awal tahun 2021-2022 menunjukkan peningkatan di periode pemulihan ekonomi pasca pandemi. Kemudian di tahun 2023-2024 indeks mulai mengalami penurunan bertahap, hal tersebut disebabkan oleh tekanan global sehingga berdampak pada pertumbuhan indeks JII. Seperti temuan oleh Yasin menjelaskan bahwa JII pada tahun 2020-2024 mengalami volatilitas yang sangat signifikan dipicu oleh pandemi COVID-19 dan meningkatnya ketegangan geopolitik global sehingga keduanya menghambat momentum pemulihan ekonomi.⁷ Tahun 2025 JII mengalami penurunan yang cukup

⁷ Ahmad Yasin, 'Sentiment vs . Fundamentals : GMM Analysis of Jakarta

signifikan hingga mendekati 400 poin, kemudian di tahun 2025 indeks mengalami pemulihan kembali menuju kisaran 550 poin indeks. Kemudian di tahun 2026 sempat menyentuh pada level 600 poin, namun pada pertengahan tahun mulai mengalami penurunan yang sangat tajam hingga berada pada angka 347,56 poin. Penurunan terjadi mencapai 36,88% dalam pengamatan selama lima tahun.

Ada dua pendekatan dalam menganalisis saham, yaitu pendekatan teknikal dan fundamental.⁸ Analisis fundamental yaitu pendekatan yang menganalisis saham ataupun instrumen keuangan lainnya dengan melihat faktor-faktor yang menjadi penentu kinerja dan nilai fundamental perusahaan. Analisis fundamental terdiri dari dua faktor, yaitu faktor internal dan faktor eksternal. Faktor internal mencakup analisis terhadap laporan keuangan, rasio keuangan, serta kinerja operasional perusahaan, sedangkan faktor eksternal meliputi faktor-faktor ekonomi serta persaingan pasar.⁹ Faktor eksternal dapat dikelompokkan menjadi skala domestik dan skala global. Faktor makroekonomi dalam skala domestik yang dapat mempengaruhi pasar modal yaitu seperti inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar dan lainnya.¹⁰ Faktor makroekonomi pada skala global meliputi kenaikan harga komoditas global hingga kebijakan moneter AS terhadap Fed.¹¹

Ada beberapa faktor makroekonomi yang mempengaruhi sentimen investor serta memberikan dampak terhadap performa saham. Beberapa faktor yang mempengaruhi dinamika investasi yaitu seperti inflasi, kurs, *BI rate* dan lainnya.¹² Inflasi merupakan kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan terus-menerus

Islamic Index during the 2020 – 2024 Crisis', *Jurnal Wawasan Manajemen*, 14.1 (2026), pp. 132–42.

⁸ Zarah Puspitaningtyas, *Prediksi Risiko Investasi Saham* (Griya Pandiva, 2015).

⁹ Ady Inrawan, *Buku Ajar Manajemen Keuangan* (Zahir Publishing, 2024).

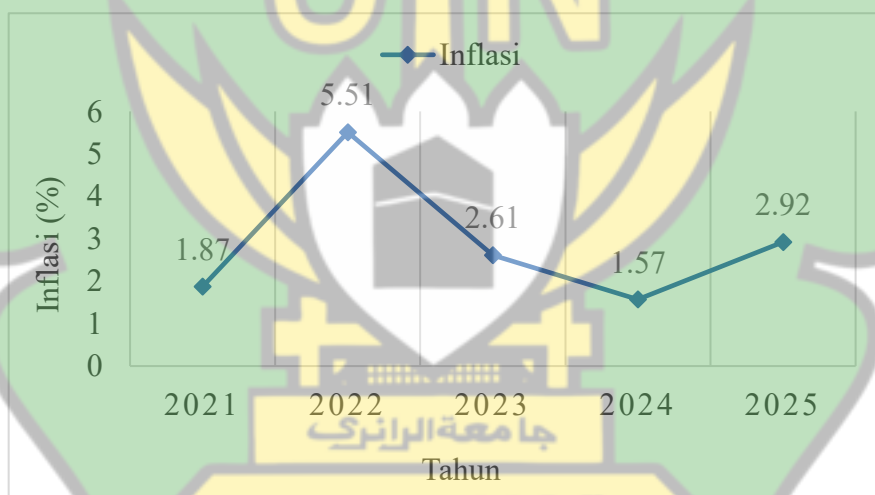
¹⁰ Jogyanto Hartono, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, 11th edn (BPFE, 2017).

¹¹ Bernard Dumas and Bruno Solnik, *The World Price of Foreign Exchange Risk*, 1993.

¹² Mohamad Samsul, *Pasar Modal & Manajemen Portofolio* (Erlangga, 2006).

pada periode tertentu di suatu wilayah sehingga mengakibatkan ketidaklancaran distribusi serta spekulasi, dan hal tersebut dapat mempengaruhi *return* saham.¹³ Dampak dari kenaikan harga bagi kalangan investor menjadi perhatian penting, dikarenakan peningkatan inflasi secara signifikan menjadi sinyal negatif bagi para investor di pasar modal. Seperti temuan terdahulu mengkaji terkait pengaruh inflasi terhadap investasi di Indonesia, hasil temuan tersebut menyatakan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap investasi.¹⁴ Tingkat inflasi selama beberapa tahun terakhir menunjukkan kondisi yang relatif terkendali meskipun menghadapi berbagai tantangan, seperti fluktuasi harga energi dan pangan, dinamika nilai tukar serta gangguan rantai pasok global. Berikut ini ini grafik pergerakan inflasi dari tahun 2021-2025.

Gambar 1.2 Pergerakan Inflasi Selama Periode 2021-2025



Sumber : Badan Pusat Statistik, 2025

¹³ Afvan Aquino And Elpa Utari, 'Pengaruh Tingkat Inflasi, Suku Bunga Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap *Return* Saham Syariah Yang Terdaftar Di Bursa', *Jurnal Daya Saing*, 7.1 (2021), Pp. 1–11.

¹⁴ Ridho Ariyadi and Dkk, 'Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi , Suku Bunga , Inflasi , Dan Perpajakan Terhadap', *Ecoplan: Journal of Economics and Development Studies*, 7.2 (2024), pp. 108–19.

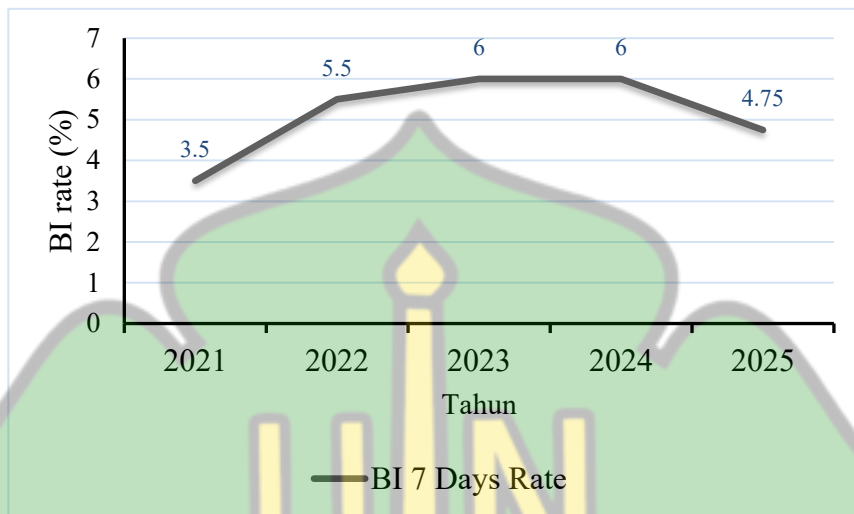
Gambar 1.2 menunjukkan bahwa terjadi lonjakan inflasi di tahun 2022 sebesar 5,51 % namun terjadinya penurunan inflasi pada tahun berikutnya yaitu di tahun 2023 sebesar 2,61 % dan 2024 sebesar 1,57 %. Tren tersebut menunjukkan *shock* inflasi pada tahun 2022 kemudian di tahun berikutnya mulai adanya pemulihan dan stabilisasi, namun di tahun 2025 inflasi naik pada level 2,92 %. Pergerakan inflasi tersebut dapat mempengaruhi *return* indeks saham sebagai risiko sistematis yang mengacu pada faktor ekonomi pada umumnya terhadap investasi saham.

BI *rate* merupakan suku bunga sebagai penentu kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. Ketika suku bunga meningkat maka investor memilih untuk mengalihkan modalnya kepada sektor perbankan dibandingkan investasi pada pasar modal syariah, dikarenakan banyak perusahaan yang mempunyai beban hutang lebih besar dari ekuitas. Sebagian besar perusahaan memiliki beban utang yang melebihi ekuitasnya, kondisi tersebut dapat memengaruhi stabilitas keuangan perusahaan serta menimbulkan risiko terhadap kinerja dan daya tarik investasi.¹⁵ Seperti temuan yang mengkaji terkait pengaruh BI *rate* terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII) menunjukkan adanya pengaruh negatif antara BI *rate* terhadap JII.¹⁶ Melihat dampak dari BI *rate* terhadap aktivitas investasi dan kinerja pasar modal, maka penting untuk melihat bagaimana perkembangan suku bunga acuan tersebut, berikut grafik BI Rate tahun 2021-2025.

¹⁵ Yudhistira Ardana, 'Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (Periode Mei 2011-September 2015 Dengan Model Ecm)', *Media Trend*, 11.2 (2016), P. 117.

¹⁶ Afifah Khairani Hasibuan and Dkk, 'Pengaruh BI-Rate Dan Inflasi Terhadap Indeks Harga Saham Jakarta Islamic Index Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2020 – 2024', *JEAMA: Jurnal Ekonomi Dan Manajemen Nusantara*, 4.2 (2025), pp. 200–207.

Gambar 1.3 Pergerakan BI Rate Selama Periode 2021-2025



Sumber : Bank Indonesia, 2025

Gambar 1.3 mengindikasikan bahwa terjadinya kenaikan signifikan BI Rate dari tahun 2021-2025, hal tersebut terjadi karena BI berupaya menekan laju inflasi dengan menaikkan suku bunga. Kenaikan suku bunga menyebabkan investor beralih pada instrumen keuangan lain dengan tingkat risiko lebih rendah dengan imbal hasil stabil dan aman dibandingkan investasi pada instrumen saham dengan risiko yang lebih tinggi.¹⁷ Namun pada tahun 2025, Bank Indonesia kembali menurunkan suku bunga sebagai upaya untuk merangsang pertumbuhan ekonomi terbesar di Asia tenggara.

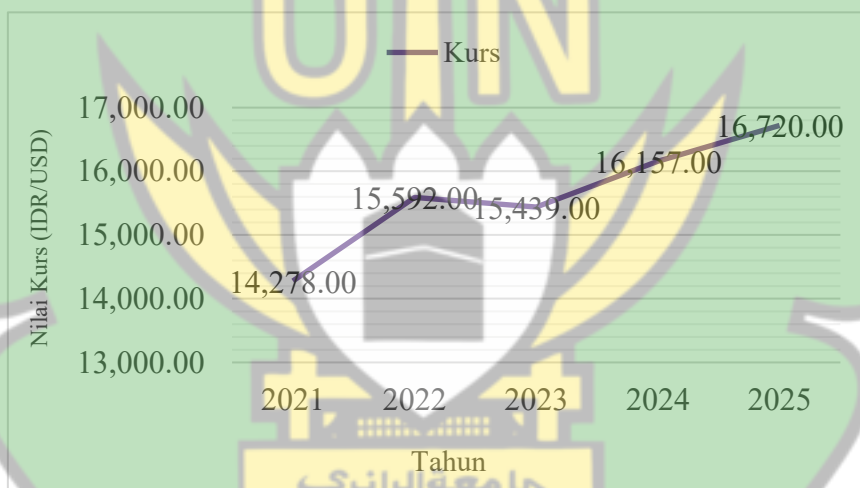
Nilai tukar rupiah (kurs) merupakan variabel makroekonomi yang menggambarkan daya saing ekonomi pada tingkat pasar global. Faktor-faktor seperti inflasi, suku bunga, pertumbuhan ekonomi dan risiko ekonomi juga politik dapat mengubah nilai tukar. Kurs dapat mempengaruhi volatilitas harga saham, dengan adanya depresiasi mata uang nasional maka akan meningkatkan skala ekspor sehingga perusahaan mendapatkan profit lebih besar dan harga saham

¹⁷ Latifatunnisa And Heri Sudarsono, 'Macroeconomic Variables And The Indonesian Sharia Stock Index', *Journal Of Islamic Economics And Finance Studies*, 5.2 (2024), Pp. 273-91.

cenderung meningkat. Penelitian terdahulu mengkaji pengaruh nilai tukar terhadap perkembangan pasar modal Indonesia menghasilkan pengaruh positif dan signifikan, hal tersebut dipicu oleh sehubungan dengan meningkatnya investor asing ke Indonesia sehingga mempengaruhi nilai tukar.¹⁸

Bila perusahaan memiliki hutang dalam dolar serta banyak mengimpor bahan baku internasional, depresiasi mata uang akan berdampak pada tekanan biaya lebih tinggi sehingga hal tersebut dapat menyebabkan penurunan pada harga saham. Kenaikan harga saham dapat memperbesar nilai *return* begitu juga sebaliknya jika harga saham menurun maka *return* perusahaan juga menurun.¹⁹ Berikut grafik nilai tukar rupiah (kurs) tahun 2021-2025.

Gambar 1.4 Pergerakan Nilai Tukar Rupiah Periode 2021-2025



Sumber: Bank Indonesia, 2025

Berdasarkan gambar 1.4 tersebut mendeskripsikan adanya fluktuasi pada nilai tukar rupiah (kurs) dari tahun 2021-2024. Tahun 2021 nilai tukar rupiah berada pada Rp. 14.278,00 kemudian

¹⁸ Sapta Karya Utama and Dkk, 'Pengaruh Nilai Tukar Dan Suku Bunga Terhadap Perkembangan Pasar Modal Indonesia', *Remittance: Jurnal Akuntansi Keuangan Dan Perbankan*, 05.02 (2024), pp. 62–70.

¹⁹ Siti Sunayah And Zaini Ibrahim, 'Analisis Pengaruh Perubahan Variabel Makroekonomi Terhadap', *Jurnal Ekonomi Keuangan Dan Bisnis Islam*, 7.1 (2016), Pp. 113–39.

meningkat pada tahun 2022 mencapai Rp. 15.592,00 dan turun lagi pada tahun 2023 dengan nilai Rp. 15.439,00 dan kembali meningkat secara signifikan di tahun 2024-2025. Ketidakstabilan kurs akan berdampak pada menurunnya tingkat kepercayaan investor asing, dengan melihat pertimbangan jumlah biaya yang dikeluarkan serta besaran biaya yang akan didapatkan dalam transaksi saham tersebut menjadi hal yang penting bagi investor dalam menentukan strategi investasi yang tepat.²⁰

Cadangan Devisa merupakan simpanan aset berupa mata uang asing, emas, surat berharga asing, hak tarik khusus, serta posisi cadangan di IMF yang dimiliki dan dikelola oleh Bank Sentral. Cadangan devisa akhir November 2025 sebesar 150,1 miliar USD, posisi tersebut menunjukkan adanya peningkatan dibandingkan nilai cadangan devisa pada akhir Oktober 2025 sebesar 149,9 miliar USD dan September senilai 148,7 miliar USD. Peningkatan tersebut disebabkan oleh faktor utama seperti penerimaan pajak dan pengambilan pinjaman luar negeri pemerintah. Pada penilaian BI, cadangan devisa dapat menjaga stabilitas sistem keuangan dan makroekonomi serta mendukung kekuatan sektor eksternal. Keberadaan cadangan devisa memberikan pengaruh positif terhadap *return* IHSG menunjukkan bahwa apabila cadangan devisa meningkat maka IHSG juga akan meningkat.²¹ Cadangan devisa dapat dikatakan aman ketika sudah memenuhi kebutuhan impor selama tiga bulan, namun apabila tidak mencukupi impor selama tiga bulan maka akan rentan terhadap stabilitas cadangan devisa.

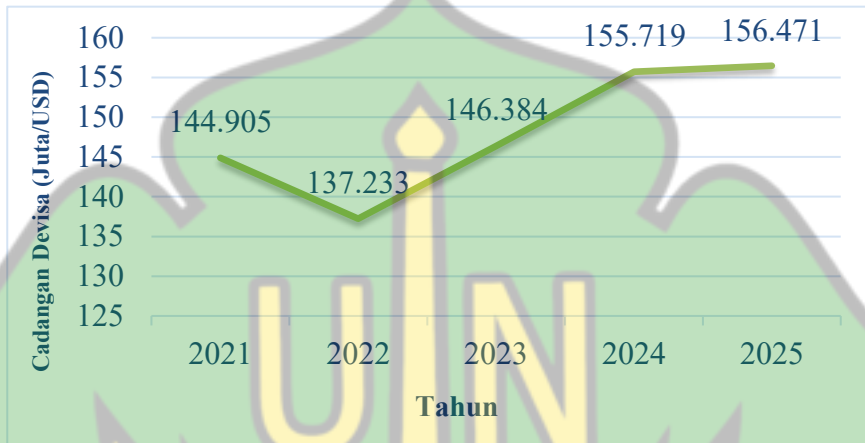
Keterkaitan antara neraca pembayaran dengan cadangan devisa menunjukkan bahwa semakin tinggi cadangan devisa maka akan memberikan dampak pada posisi neraca pembayaran yang surplus. Posisi surplus ini akan menarik minat investor untuk

²⁰ Seri Wahyuni And Dkk, 'Pengaruh Suku Bunga , Kurs Dan Inflasi Terhadap Return Saham Pada Perusahaan', *Visioner & Strategis*, 12.2 (2023), Pp. 63–68.

²¹ Muhammad Rizki, 'Dampak Suku Bunga, Inflasi, Nilai Tukar, Dan Cadangan Devisa Terhadap Return Ihsg Di Bursa Efek Indonesia', 3.1 (2021), Pp. 44–55.

berinvestasi di Indonesia sehingga perdagangan saham di pasar modal akan meningkat.²² Berikut ini grafik cadangan devisa tahun 2021-2025.

Gambar 1.5 Pergerakan Cadangan Devisa Periode 2021-2025



Sumber: Bank Indonesia, 2025

Grafik 1.5 tersebut menunjukkan bahwa terjadi penurunan cadangan devisa pada tahun 2022 dengan nilai cadangan devisa 137, 233 juta USD kemudian meningkat di tahun berikutnya mencapai 146, 384 USD pada tahun 2023 kemudian meningkat lagi pada tahun 2024 senilai 155, 719 USD. Pemulihan cadangan devisa memberikan sinyal positif terhadap investor pada pasar saham, dengan meningkatnya cadangan devisa akan memperkuat nilai tukar rupiah sehingga adanya penurunan risiko eksternal maka akan mendorong arus modal masuk.

Faktor makroekonomi secara global seperti harga minyak dunia merupakan faktor penting pada perekonomian di Indonesia, terutama pada sektor perusahaan tambang yang mendominasi transaksi perdagangan saham berdasarkan data BEI. Pada IHSG tercatat nilai kapitalisasi perusahaan tambang mencapai 13,9%.

²² Fathimah Mayfi And Dudi Rudianto, 'Analisis Pengaruh Faktor Internal Dan Eksternal Perusahaan Terhadap Return Saham', *Jurnal Mix*, 4.3 (2014), Pp. 348–62.

Kajian terdahulu menyatakan bahwa adanya hubungan jangka panjang antara harga minyak dunia terhadap IHSG dan berpengaruh negatif.²³ Harga minyak memberikan dampak pada harga saham jika harga minyak naik maka harga saham juga ikut naik.²⁴ Berikut ini merupakan data return saham yang tergabung dalam konstituen JII berupa perusahaan tambang energi dan perusahaan yang berkaitan erat dengan sektor energi dan pertambangan:

Tabel 1.1 Return Saham Perusahaan

Perusahaan	2020	2021	2022	2023	2024	2025
MEDC	-31,79	-21,02	-99,78	+13,79	-4,76	+22,27
TPIA	-12,53	-19,28	-64,91	+104,28	+42,86	-6,66
BRPT	-27,15	-22,27	-11,70	+76,16	-30,83	+255,43
PTBA	+4,46	-22,78	+70,05	-33,88	+12,70	-16
UNTR	+23,58	-16,73	+17,72	-13,23	+18,34	+10,18
ASII	-13,00	-5,39	0,00	-0,88	-13,27	+36,73
ADRO	-3,83	+57,34	+71,11	-38,18	+2,10	-25,51

Sumber: *Annual Report Perusahaan*, 2026 (diolah)

Berdasarkan data pada tabel 1.1 tersebut, menunjukkan bahwa data perusahaan tambang energi dan perusahaan yang berkaitan dengan sektor energi pertambangan mengalami fluktuasi pada nilai *return* saham. Penurunan *return* saham disebabkan karena hubungan arah *return* saham yang tidak konsisten, hal tersebut dikarenakan harga saham relatif lebih rendah dibandingkan harga saham pada periode sebelumnya, oleh karena itu *return* saham juga mengalami penurunan.²⁵

²³ Filus Raraga and Dkk, 'Harga Emas Terhadap Hubungan Timbal-Balik Kurs Dan Indeks Harga Saham Gabungan (Ihsg) Di Bursa Efek', *Jurnal Bisnis Strategi*, 21.1 (2013).

²⁴ Ganda Hutape And Dkk, 'Analisis Pengaruh Kurs Us\$/Idr, Harga Minyak, Harga Emas Terhadap Return Saham (Studi Kasus Pada Bei Periode 2007-2011)', *Jurnal Ilmiah*, 18.2 (2014), Pp. 23–33.

²⁵ Rahmat Ramadhan And Others, 'Pengaruh Harga Minyak Dunia Dan Harga Batubara Acuan Terhadap Return Saham Dengan Kurs Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Sektor Mining And Coal Di Bursa Efek Indonesia (Studi Empiris Pada Emiten Mining And Coal Di Bursa Efek Indonesia Periode T', *Creative Agung*, 12.1 (2022).

Pengaruh perubahan harga minyak pada sektor properti menunjukkan bahwa respon pasar saham tidak hanya berfokus pada biaya produksi akan tetapi pengaruh dari ekonomi makro, kepercayaan konsumen dan permintaan akan barang juga bisa menentukan terjadinya peningkatan atau penurunan terhadap *return* saham.²⁶

Harga emas dunia juga menjadi salah satu faktor makro yang dapat mempengaruhi *return*. Harga emas yang meningkat cenderung menggerakkan investor untuk melakukan investasi pada emas dibandingkan pasar modal. Hal tersebut akan berdampak pada turunnya indeks harga saham yang disebabkan oleh aksi penjualan aset saham yang dilakukan oleh investor. Emas memiliki resiko yang lebih rendah karena memiliki stabilitas nilai dibandingkan instrumen investasi lain yang terlihat lebih fluktuatif.²⁷ Pada masa pandemi covid-19 harga emas dunia mengalami kenaikan, namun kenaikan harga emas tersebut tidak berpengaruh terhadap *return* saham pada masa pandemi covid-19, kenaikan tersebut tidak menyebabkan investor mengalihkan portofolio saham kepada investasi emas terkhusus investor yang memiliki portofolio saham pada Perusahaan sektor pertambangan.²⁸ Harga emas dunia dan JII mengindikasikan hubungan yang berlawanan, karena adanya pengaruh negatif sehingga menunjukkan ketika variabel harga emas dunia meningkat maka JII akan menurun begitu juga sebaliknya jika harga emas dunia menurun maka JII akan meningkat.²⁹ Penentuan harga emas tidak terlepas dari mekanisme pasar mencapai titik keseimbangan. Hal

²⁶ Aswin Rivai And Maulida Armanusa Ramadhafani Ramadhan, 'Determinan Return Saham Sektor Properti Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia', *Jurnal Of Development Economic And Digitalization*, 2.2 (2023), Pp. 72–89.

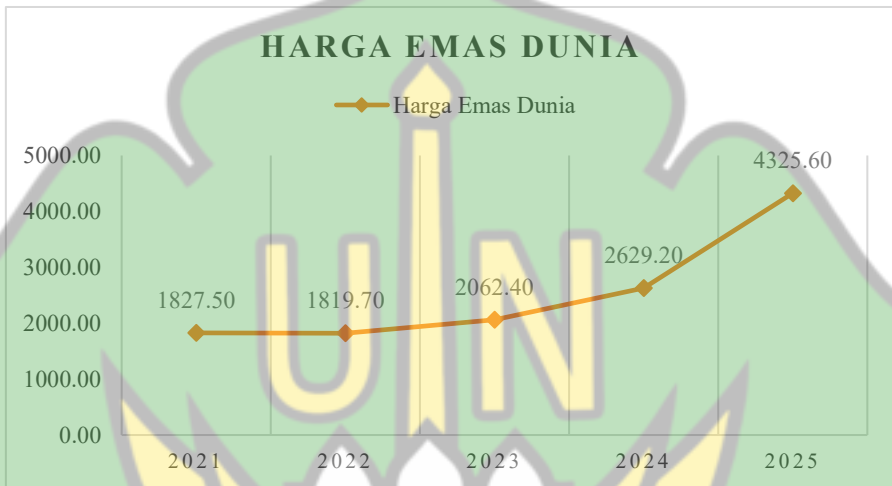
²⁷ Hutape And Dkk, 'Analisis Pengaruh Kurs Us\$/Idr, Harga Minyak, Harga Emas Terhadap Return Saham (Studi Kasus Pada Bei Periode 2007-2011)'.

²⁸ Rosdiyana And Nina Dwi Setyaningsih, 'Pengaruh Kurs , Suku Bunga, Inflasi Dan Harga Emas Dunia Terhadap Return Saham', *Ema – Jurnal Ekonomi Manajemen Akuntansi*, 7 (2022), Pp. 85–94.

²⁹ Umi Sartika, 'Pengaruh Inflasi, Tingkat Suku Bunga, Kurs, Harga Minyak Dunia Dan Harga Emas Dunia Terhadap Ihsg Dan Jii Di Bursa Efek Indonesia', *Balance: Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 2.2 (2017), Pp. 285–94.

tersebut dapat dilihat apabila harga emas naik maka disebabkan oleh permintaan lebih banyak daripada penawaran, begitu juga sebaliknya harga emas turun disebabkan permintaan lebih sedikit dari penawaran.³⁰

Gambar 1.6 Pergerakan Harga Emas Periode 2021-2025



Sumber: *Investing.com*, 2025

Grafik 1.6 tersebut menunjukkan grafik harga emas dunia periode 2020-2025 dengan tren kenaikan yang signifikan, Peran emas di tengah kondisi ketidakpastian ekonomi global, meningkatnya risiko geopolitik serta adanya tekanan inflasi menjadi instrumen pelindung nilai. Walaupun terlihat ada gerakan fluktuasi tren jangka pendek, kenaikan harga emas tetap menguat. Pada tahun 2025 harga emas melonjak drastis dari tahun-tahun sebelumnya mencapai 4.325,60 USD/troy ounce. Kenaikan tersebut menunjukkan bahwa emas menjadi instrumen penting bagi investor ketika terjadi ketidakpastian ekonomi global, sehingga masyarakat berbondong-bondong membeli emas yang dipercaya sebagai aset lindung nilai.³¹

³⁰ Violita Andriyani And Septian Arief Budiman, 'Pengaruh Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, Dan Jumlah Uang Beredar Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia', 1.1 (2021), Pp. 488–503.

³¹ Muhammad Umar Azyka Alfuadi, 'Analisis Dampak Harga Emas

Masalah utama dalam penelitian ini yaitu terlihat adanya tren fluktuasi *return* indeks saham syariah yang dipengaruhi oleh dinamika faktor ekonomi makro, kemudian penelitian terdahulu yang meneliti terkait pengaruh inflasi, BI-Rate, nilai tukar, harga minyak, harga emas, dan cadangan devisa terhadap *return* saham syariah masih menunjukkan hasil yang tidak konsisten. Meskipun banyaknya penelitian serta teori ekonomi menyatakan bahwa faktor ekonomi makro seperti inflasi dalam teori *signaling theory* menyatakan terjadinya ketidakstabilan ekonomi serta manajemen risiko perusahaan ketika terjadi lonjakan inflasi yang ikut berdampak pada turunnya *return* saham dan minat investor pada perusahaan saham.³²

Beberapa penelitian terdahulu mengungkapkan bahwa sebagaimana telah dijelaskan dalam penelitian Sutriana dan Febriana dalam penelitiannya memperoleh hasil Inflasi berpengaruh terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), suku bunga mempengaruhi IHSG dan nilai tukar berpengaruh terhadap IHSG.³³ Kemudian penelitian yang diperoleh oleh Aquino dan Utari menunjukkan bahwa inflasi, suku bunga, dan nilai tukar rupiah tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham secara parsial maupun simultan.³⁴ Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Nidya dan Mawardi menunjukkan bahwa BI Rate berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *return* saham pada PT. Bank Panin Dubai Syariah, Tbk periode 2014-2017.³⁵ Penelitian Widiastuti, dkk

Dunia, Harga Minyak Dunia, Kurs, Indeks Harga Konsumen (IHK), Dan BI Rate Terhadap Jakarta Islamic Index', *Journal Of Enterprise and Development (JED)*, 1.2 (2019), pp. 8–24.

³² Bayu Tri Cahya and dkk, *Kajian Akuntansi Syariah: Eksplorasi Isu-Isu Kontemporer* (CV Detak Pustaka, 2025).

³³ Lusya Sutriana Bahagia And Annisah Febriana, 'Pengaruh Inflasi, Suku Bunga Bi Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Ihsg Di Bei (Periode 2019-2023)', 3.6 (2024), Pp. 11–22.

³⁴ Aquino And Utari, 'Pengaruh Tingkat Inflasi, Suku Bunga Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Return Saham Syariah Yang Terdaftar Di Bursa'.

³⁵ Ardina Talitha Nidya And Imron Mawardi, 'Analisis Jalur Faktor Makroekonomi Terhadap Return Saham Syariah', *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 5.10 (2018), Pp. 877–91.

menyatakan bahwa suku bunga BI secara parsial tidak berpengaruh terhadap *Jakarta Islamic Index*,³⁶ sedangkan penelitian Stefanus dan Robiyanto menyatakan suku bunga berpengaruh terhadap harga saham sektor manufaktur.³⁷ Kemudian penelitian oleh Nisa dan Sultoni menyatakan BI *7 Day Reverse Repo Rate* memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham secara simultan dan parsial.³⁸

Hasil penelitian selanjutnya yang dikaji oleh. Laila, dkk menunjukkan hasil bahwa volatilitas *return* indeks saham konvensional dipengaruhi oleh Inflasi dengan pengaruh negatif dan signifikan, suku bunga BI berpengaruh negatif dan tidak signifikan kemudian nilai tukar berpengaruh positif dan signifikan, dan cadangan devisa memiliki pengaruh negatif dan signifikan. Sedangkan volatilitas *return* indeks saham syariah yang dipengaruhi oleh inflasi dan suku bunga BI memiliki pengaruh negatif dan signifikan, nilai tukar memiliki pengaruh positif dan signifikan, lalu cadangan devisa memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan.³⁹ Kemudian riset yang dilakukan oleh Violita dan Septian menyatakan bahwa secara parsial harga minyak dan harga emas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia sedangkan jumlah uang beredar memiliki pengaruh positif dan signifikan. Namun secara simultan harga minyak, harga emas dan jumlah uang beredar berpengaruh positif dan signifikan terhadap

³⁶ Rini Widiastuti, Iin Emy Prastiwi, And Sumadi Sumadi, 'Pengaruh Jumlah Uang Beredar, Inflasi, Dan Suku Bunga Bi Rate Terhadap Jakarta Islamic Index (Jii) Periode Tahun 2020 – 2022', *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 10.2 (2024), Pp. 2114–26.

³⁷ Adi Cahya Stefanus And Robiyanto Robiyanto, 'Pengaruh Tingkat Inflasi, Tingkat Suku Bunga Bi, Dan Nilai Tukar Usd-Idr Terhadap Perubahan Harga Saham Sektor Perusahaan Manufaktur Di Indonesia', *International Journal Of Social Science And Business*, 4.2 (2020), Pp. 182–88.

³⁸ Khoirun Nisa And Mohammad Hamim Sultoni, 'Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Dan Bi 7 Day Repo Rate Terhadap *Return* Saham Pada Industri Barang Konsumsi Di Indeks Saham Syariah Indonesia (Issi) Tahun 2017-2020', *Shafin: Sharia Finance And Accounting Journal*, 2.2 (2022), Pp. 183–97.

³⁹ Lia Zulfa Laila, Hasbi Assidiki Mauluddi, And Rosma Pakpahan, 'Pengaruh Ekonomi Makro Terhadap Volatilitas Return Indeks Saham Konvensional Dan Syariah', 3.3 (2023), Pp. 516–30.

Indeks Saham Syariah Indonesia.⁴⁰ Di sisi lain menurut Prasetyo dkk, dalam penelitiannya menjelaskan bahwa secara parsial inflasi dan kurs rupiah berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* JII dan fluktuasi harga emas dunia berpengaruh signifikan terhadap *return* JII. Beberapa faktor makroekonomi tersebut terlihat saling berkaitan dan berkontribusi pada pergerakan *return* indeks saham. Dengan demikian, untuk menganalisis hubungan ini penting untuk melihat dinamika ekonomi secara agregat, pengaruh dari faktor-faktor eksternal serta penyesuaian kebijakan moneter.

Penelitian ini mengisi kesenjangan penelitian terdahulu yang berhubungan dengan pengaruh variabel makroekonomi terhadap pasar saham di Indonesia, banyak penelitian terdahulu yang meneliti terkait indeks harga saham, variabel tersebut dinilai cenderung agregatif sehingga kurang sensitif dalam menangkap pengaruh variabel yang diteliti. *Return* indeks saham dipilih sebagai variabel dependen karena *return* indeks saham mencerminkan kinerja investasi sehingga mampu mewakili pergerakan portofolio dibandingkan indeks atau saham individual. Kemudian gap dalam penelitian ini juga didorong oleh adanya perbedaan hasil penelitian terdahulu serta ketidaksesuaian fakta pasar dengan teori yang ada, sehingga perlu untuk diteliti lebih lanjut dengan cakupan variabel yang lebih kompleks. Analisis dalam penelitian ini berfokus pada *Indeks Jakarta Islamic Index* (JII) yang dirangkum pada data bulanan periode 2015 sampai 2025. Penelitian ini menggunakan variabel makroekonomi sebagai variabel bebas dengan faktor-faktornya menggunakan inflasi, *BI Rate*, Kurs, Cadangan Devisa, Harga Minyak Dunia dan Harga Emas Dunia.

⁴⁰ Andriyani And Budiman, 'Pengaruh Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, Dan Jumlah Uang Beredar Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia'.

Penelitian ini penting dilakukan sebagai rujukan dalam pengambilan keputusan pada investor saham dengan melihat pengaruh faktor-faktor makroekonomi terhadap *return* indeks saham syariah pada *Jakarta Islamic Index*, mendorong perkembangan pasar saham syariah, dan sebagai dukungan terhadap efektivitas manajemen risiko investasi saham. Analisis *return* indeks saham syariah terkhusus pada JII diperlukan guna melihat respon kinerja pasar saham syariah terhadap kondisi makroekonomi, *return* menggambarkan sensitivitas pasar terhadap *shock* ekonomi dan tingkat keuntungan riil yang diterima oleh investor. Dengan demikian, penelitian ini merupakan kelanjutan dari studi sebelumnya yang akan membahas secara kompleks terhadap kajian hubungan satu arah maupun dua arah antar variabel, serta menganalisis variabel yang berpengaruh positif ataupun negatif dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Oleh karena itu, peneliti menetapkan judul penelitian **“Pengaruh Makroekonomi Domestik dan Global Terhadap Return Jakarta Islamic Index di Pasar Modal Indonesia”**

1.2 Identifikasi Masalah

1. Masih terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh variabel makroekonomi seperti inflasi, BI Rate, kurs, harga minyak, harga emas dan cadangan devisa terhadap *return* saham. Hal ini menimbulkan kesenjangan penelitian yang perlu dikaji ulang dalam konteks indeks saham syariah pada *Jakarta Islamic Index*.
2. Pergerakan nilai Jakarta Islamic Indeks yang fluktuatif dan mengalami penurunan selama 5 tahun terakhir sebesar 36.88% hal tersebut menunjukkan adanya potensi pengaruh faktor makroekonomi terhadap *return* indeks saham syariah pada *Jakarta Islamic Index*.
3. Dinamika pasar sering mengaitkan faktor ekonomi namun belum ada penelitian terdahulu yang membahas pada variabel makroekonomi dalam cakupan yang lebih luas dan

menganalisis hubungan pada jangka panjang.

- 4 Kurangnya pemahaman investor terhadap sensitivitas Jakarta Islamic Index terhadap perubahan faktor makroekonomi, sehingga dibutuhkan kajian mendalam sebagai wawasan informasi kepada investor dalam menentukan keputusan investasi syariah dengan indeks yang sedang bertumbuh.
- 5 Kontribusi *Jakarta Islamic Index* terhadap penguatan pasar modal syariah di Indonesia belum terpaparkan baik dari segi pengembangan instrumen investasi syariah maupun dampaknya terhadap perekonomian nasional.

1.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang masalah di atas, maka rumusan yang tepat dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah Inflasi berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII?
2. Apakah BI Rate berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII?
3. Apakah Kurs berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII?
4. Apakah Cadangan Devisa berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII?
5. Apakah Harga Minyak Dunia berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII?
6. Apakah Harga Emas Dunia berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII?

1.4 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian yang hendak di capai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk menganalisis pengaruh Inflasi dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII.
2. Untuk menganalisis pengaruh BI Rate dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII.

3. Untuk menganalisis pengaruh Kurs dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII.
4. Untuk menganalisis pengaruh Cadangan Devisa dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII.
5. Untuk menganalisis pengaruh Harga Minyak Dunia dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII.
6. Untuk menganalisis pengaruh Harga Emas Dunia dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return* JII.

1.5 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat penelitian ini dapat dirasakan oleh berbagai pihak yaitu:

1. Hasil penelitian ini dapat menjadi wawasan dan pengetahuan baru serta referensi bagi penelitian selanjutnya sebagai dukungan serta pembandingan bagi hasil penelitian selanjutnya khususnya pada faktor makroekonomi domestik dan global pada lingkup pasar modal di Indonesia.
2. Hasil penelitian ini dapat menjadikan sebagai bahan masukan bagi pelaku pasar atau investor yang ingin melakukan investasi di pasar modal.
3. Hasil penelitian ini dapat dijadikan masukan bagi pemerintah mengambil kebijakan terkait dampak inflasi, *BI rate*, kurs, cadangan devisa, harga minyak dunia dan harga emas dunia terhadap pertumbuhan dan perkembangan investasi di pasar modal Indonesia.

1.6 Sistematika Pembahasan

BAB I Pendahuluan

Bab ini menjabarkan tentang latar belakang masalah, identifikasi dan rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian serta sistematika tesis.

BAB II Landasan Teori

Bab ini menguraikan landasan teori, tentang definisi variabel penelitian, pada bab ini peneliti harus mencari fakta yang berkaitan

dengan masalah yang diteliti, untuk judul pada bab yang dipaparkan pada data yang ditemukan.

BAB III Metode Penelitian

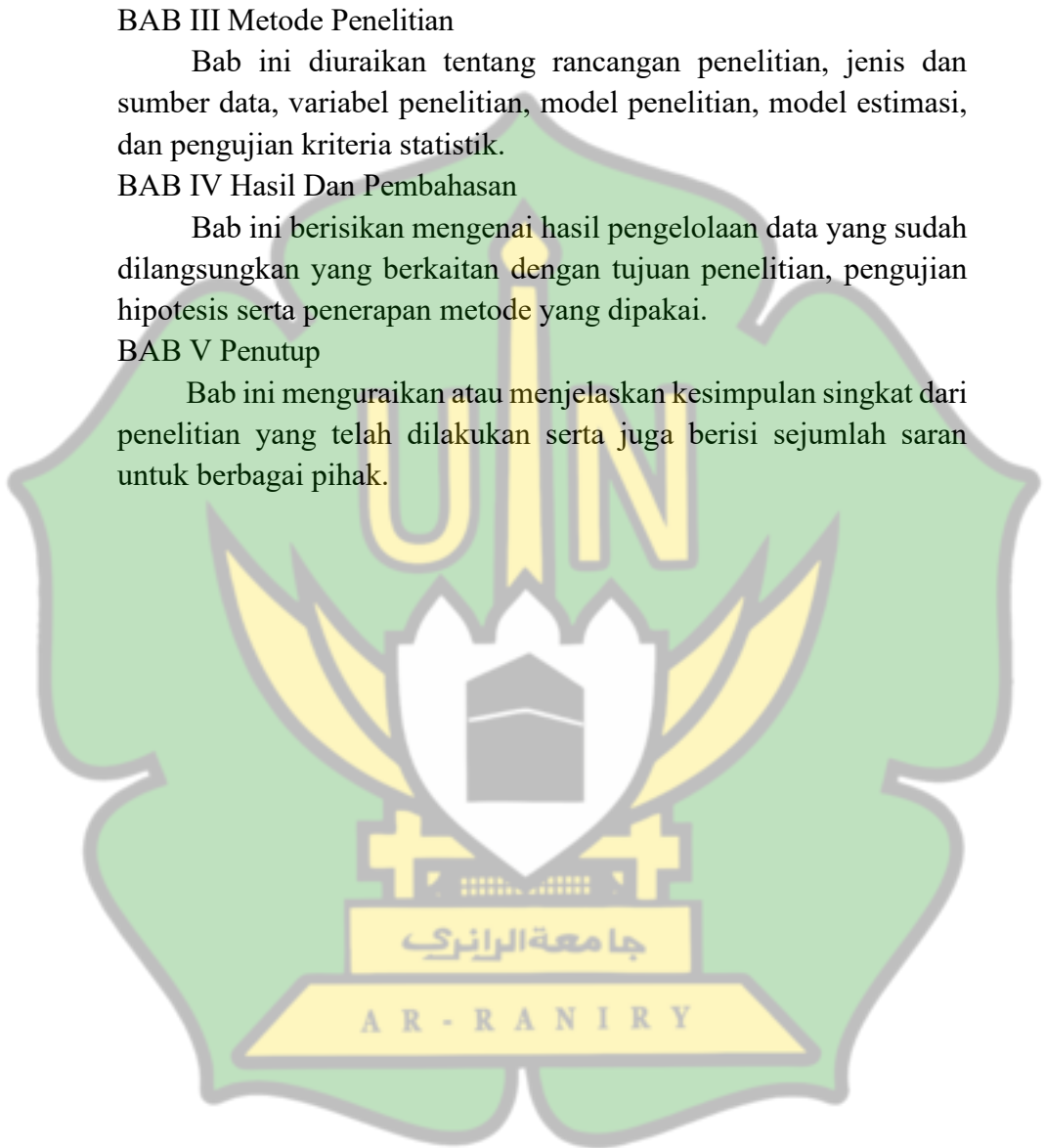
Bab ini diuraikan tentang rancangan penelitian, jenis dan sumber data, variabel penelitian, model penelitian, model estimasi, dan pengujian kriteria statistik.

BAB IV Hasil Dan Pembahasan

Bab ini berisikan mengenai hasil pengelolaan data yang sudah dilangsungkan yang berkaitan dengan tujuan penelitian, pengujian hipotesis serta penerapan metode yang dipakai.

BAB V Penutup

Bab ini menguraikan atau menjelaskan kesimpulan singkat dari penelitian yang telah dilakukan serta juga berisi sejumlah saran untuk berbagai pihak.



BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Pasar Modal

Pasar modal umumnya dikenal dengan nama bursa efek, menurut UUD No. 8 tahun 1995 pasar modal merupakan kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan efek. Efek merupakan surat berharga seperti surat berharga komersial, obligasi, saham serta kontrak berjangka atas efek. Pasar modal sendiri merupakan institusi yang menyelenggarakan serta menyediakan sarana dan sistem untuk mempertemukan pihak pembeli efek dan penawaran jual dengan tujuan memperdagangkan efek. Wadah perdagangan efek di pasar modal dikenal dengan Bursa Efek. Fungsi dari bursa efek yaitu menciptakan pasar secara terus menerus terhadap efek yang ditawarkan kepada investor. Penjual dalam pasar modal disebut dengan emiten yaitu perusahaan yang membutuhkan modal dengan menjual efek-efek dipasar. Sedangkan pembeli disebut dengan investor yang memiliki tujuan untuk mengembangkan modal mereka dengan membeli efek dipasar modal.⁴¹ Pasar modal di Indonesia mengalami perkembangan yang signifikan selama beberapa dekade belakangan.

Berbagai inovasi produk yang diluncurkan pada pasar menjadikan nilai tambah serta menambah variasi pilihan untuk *risk-return* bagi investor. Salah satunya termasuk pasar modal syariah, pasar modal syariah dirancang sebagaimana berpedoman pada prinsip syariah yang berlandaskan Al-quran dan hadist serta ijma' para ulama. Adapun ayat Al-quran sebagai landasan terhadap investasi syariah terdapat dalam Q.S An-nisa ayat 9:

⁴¹ Muhammad Nizar and Penerbit Yudharta Press, *Instrumen Investasi Pasar Modal Di Indonesia* (yudharta Press, 2020).

وَلْيُخْشِ الَّذِينَ لَوْ تَرَكُوا مِنْ خَلْفِهِمْ ذُرِّيَّتَهُ ضَعْفًا حَافُوا عَلَيْهِمْ فَلْيَتَّقُوا اللَّهَ وَلْيَقُولُوا قَوْلًا سَدِيدًا

Artinya:

“Hendaklah merasa takut orang-orang yang seandainya (mati) meninggalkan setelah mereka, keturunan yang lemah (yang) mereka khawatir terhadapnya. Maka, bertakwalah kepada Allah dan berbicaralah dengan tutur kata yang benar (dalam hal menjaga hak-hak keturunannya)”.

Berdasarkan tafsir tahlili ayat tersebut menjelaskan bahwa orang yang telah mendekati akhir hayatnya diperingatkan agar mereka memikirkan, janganlah meninggalkan anak-anak atau keluarga yang lemah terutama tentang kesejahteraan hidup mereka di kemudian hari. Oleh karena itu tidak boleh meninggalkan generasi yang lemah, terutama lemah secara finansial. Karena itu, siapa pun harus berikhtiar untuk menyiapkan generasi yang melek finansial. Hal tersebut bisa ditempuh dengan cara menanamkan *mindset* investasi sejak dini. Pasar syariah juga memiliki berbagai macam produk seperti obligasi syariah (sukuk) serta saham syariah yang tergabung di dalam beberapa indeks saham syariah.⁴² Adapun beberapa indeks saham syariah sebagai berikut:

2.1.1 Indeks Saham Syariah

Kinerja pasar saham syariah menunjukkan angka positif ketika angka indeks cenderung meningkat kemudian diikuti dengan presentasi keuntungan yang positif. Sebaliknya, untuk perolehan kinerja pasar saham syariah dengan nilai negatif terjadi ketika angka indeks saham syariah relatif menurun dengan perolehan presentase keuntungan yang negatif.

⁴² Bayu Arief Fianto and Leo Herlambang, ‘Pasar Modal Syariah (Teori Dan Praktik)’ (Airlangga University Press, 2023).

Keuntungan pada portofolio saham rendah atau dibawah pasar (*under the market*) terjadi jika presentase keuntungan relatif lebih kecil dari *return* indeks harga saham syariah. Sebaliknya, ketika memperoleh presentase keuntungan lebih besar dari *return* indeks harga saham syariah maka akan memperoleh pencapaian di atas pasar (*upper the market*).

Pada pasar saham, istilah *bullish* merupakan penyebutan terhadap gambaran kinerja yang meningkat dan istilah *bearish* menunjukkan pada gambaran kinerja pasar yang melemah.⁴³ Untuk memfasilitasi investor agar mudah dalam memilih saham yang sesuai dengan prinsip syariah, Bursa Efek Indonesia (BEI) meluncurkan indeks saham syariah yang didalamnya terdapat saham-saham yang sudah memenuhi kriteria tertentu sesuai dengan ketentuan masing-masing dalam indeks saham syariah. Saham-saham tersebut diterbitkan secara berkala yang dibentuk melalui Daftar Efek Syariah (DES) atas dasar seleksi Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

Pada indeks tersebut terdapat informasi mengenai pergerakan harga saham serta daftar emiten saham yang masuk dalam konstituen indeks saham syariah. Melihat besarnya kebutuhan pelaku pasar modal serta tingginya minat investor terhadap saham syariah, BEI terus menerapkan pengembangan dalam menyusun indeks saham syariah. Tujuan utama dari adopsi pengembangan tersebut yaitu sebagai referensi bagi investor yang berminat pada investasi saham syariah sehingga mempermudah investor dalam membuat keputusan memilih emiten saham yang sudah sesuai dengan prinsip syariah serta eksistensi emiten saham yang tergabung dalam indeks saham syariah. Ada lima indeks saham syariah yang sudah tercatat saat ini pada pasar modal syariah di Indonesia antara lain:⁴⁴

⁴³ Irwan Abdalloh, *Pasar Modal Syariah (Fatwa Dan Kaidah Fikih Muamalah)* (PT Elex Media Komputindo, 2024).

⁴⁴ Yuwan Ditra Krahara and Dkk, *Pasar Modal Indonesia (Teori, Instrumen Dan Praktik Investasi)* (PT Sada Kurnia Pustaka, 2023).

1. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), ISSI diperkenalkan di Indonesia pada 12 Mei 2011, indeks ini menghimpun seluruh saham syariah yang ada dalam Daftar Efek Syariah (DES). Sebagai indeks yang mencerminkan kinerja saham syariah, evaluasi saham dalam ISSI diadakan setiap 2 kali dalam setahun yaitu pada bulan Mei dan November sehingga ada perubahan dalam komposisinya. Perhitungan ISSI berdasarkan kapitalisasi pasar dan basis tahun 2007 dengan menerapkan metode rata-rata tertimbang.
2. *Jakarta Islamic Index* (JII), JII menjadi pedoman bagi kinerja saham-saham syariah prima di Indonesia. Penentuan saham dalam konstituen JII tidak hanya berlandaskan prinsip syariah saja, namun juga memperhitungkan faktor ekonomi seperti nilai transaksi dan volume perdagangan. Oleh karena itu, JII sering kali dijadikan indikator kesehatan pasar saham nasional dan berfungsi sebagai rujukan investasi bagi para investor, sehingga dengan performa JII yang memiliki likuiditas dan kapitalisasi pasar yang baik, menjadikan saham-saham syariah yang terpilih dengan 30 anggota saham syariah dalam konstituen JII sebagai saham syariah yang aktif diperdagangkan sehingga berpotensi bagi para investor terhadap minatnya dalam memilih saham.
3. *Jakarta Islamic Index 70* (JII70), JII70 merupakan indeks saham syariah yang diterbitkan BEI pada tanggal 17 Mei 2018. Kriteria saham yang masuk dalam JII70 yaitu harus termasuk dalam listing konstituen ISSI dengan 150 saham terpilih dengan ketentuan kapitalisasi tertinggi selama 1 tahun terakhir kemudian di kurasi menjadi 70 saham terpilih dengan nilai transaksi harian tertinggi pada pasar saham kemudian dirangkum dalam daftar JJ70.⁴⁵
4. IDX-MES BUMN 17 mempresentasikan kinerja 17 saham syariah yang merupakan bagian dari Badan Usaha Milik

⁴⁵ Agus Arman, *Manajemen Pasar Modal Untuk Pemula* (UNISNU Press, 2022).

Negara (BUMN) dengan ketentuan kapitalisasi pasar besar dan likuiditas yang baik serta didukung fundamental perusahaan yang baik. Indeks ini terbentuk atas kerjasama antara Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Masyarakat Ekonomi Syariah (MES).⁴⁶

5. *IDX Sharia Growth*, IDXShagrow diluncurkan pada 31 Oktober 2022 yang terdiri dari 30 saham syariah. IDXShagrow merupakan turunan dari konstituen JII70, dengan performa JII70 sebagai indeks dengan ketentuan saham-saham syariah yang likuid, kemudian dipilih berdasarkan kriteria *growth* lalu dilakukan seleksi menjadi 30 daftar saham yang terangkum dalam indeks *IDX Sharia growth*. Bursa Efek Indonesia (BEI) menggunakan dua variabel utama yaitu pertumbuhan PSR (*price to sales ratio*) dan pertumbuhan PER (*price to earning ratio*) sebagai ukuran dari kriteria *growth*.

Semua indeks saham syariah yang terdata dalam Bursa Efek Indonesia sudah mengikuti waktu penyusunan Daftar Efek Syariah (DES) dengan ketentuan setiap bulan Mei dan November akan ada penyesuaian emiten saham syariah berdasarkan ketetapan konstituen indeks saham syariah pada setiap periode tersebut. Aktivitas penyesuaian tersebut bisa mengeluarkan saham syariah apabila tidak lolos pada saat seleksi DES secara berkala, ada juga saham yang tetap tergabung dalam indeks karena lolos pada seleksi DES, dan kemungkinan ada saham syariah yang baru masuk dalam daftar indeks karena lolos seleksi DES secara berkala ataupun DES insidental.⁴⁷

⁴⁷ Irwan Abdalloh, *Pasar Modal Syariah* (PT Elex Media Komputindo, 2024).

2.1.2 Konsep *Return* Saham Syariah

Return saham merupakan keuntungan yang didapatkan oleh investor dari investasi yang dijalankan. Terdapat dua jenis *return* yang didapat yaitu, *capital gain* dan *current income*. *Capital gain* merupakan keuntungan modal yang diperoleh dari penjualan aset yang dilakukan oleh investor, secara spesifik yaitu keuntungan dari selisih harga jual dan harga beli saham. *Current income* adalah *return* yang diperoleh oleh investor berupa deviden, yang dimaksud dengan deviden yaitu laba yang diberikan emiten saham kepada investor. Pada saham syariah tidak dibenarkan adanya praktik riba yaitu bunga dalam perolehan *return*. Secara teknikal, perhitungan saham syariah juga tidak boleh melakukan praktik spekulasi seperti tindakan penawaran palsu (*najasy*), *short selling* yaitu seperti penjualan atas efek yang belum dimiliki, kemudian praktik pinjaman berbasis bunga atas transaksi efek yang dilakukan (*margin trading*), serta praktik jual beli saham berdasarkan informasi material yang belum tersedia untuk publik (*insider trading*). Landasan hukum atas investasi syariah merujuk pada fatwa DSN-MUI Nomor: 40/DSN-MUI/X/2003 tentang pasar modal dan pedoman penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal. Praktik investasi harus terhindar dari praktik *riba* dan *gharar*. Perhitungan *return* saham memiliki dua cara, yaitu dengan perhitungan teknikal dan fundamental. Analisis teknikal dilakukan dengan menggunakan data pasar dari saham sebagai penentuan harga saham. Sedangkan analisis fundamental dilihat dengan analisis perusahaan dengan melakukan analisis pada data keuangan seperti laba, penjualan, pertumbuhan, deviden, dan lainnya.⁴⁸ Berikut ini rumus perhitungan pertumbuhan *return* pasar indeks saham:⁴⁹

$$R_t = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

⁴⁸ Ferayanti And Dkk, 'Konsep Gharar Dan Maysir Dan Aplikasinya Pada Lembaga Keuangan Syariah', 2019, Pp. 79–80.

⁴⁹ Jogiyanto Hartono, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi* (Bpfe, 2017).

Keterangan:

R_t : *return* pada periode t
 I_t : nilai indeks pada periode akhir
 I_{t-1} : nilai indeks pada periode awal

Ada banyak faktor dari segi makro maupun faktor mikro ekonomi yang mempengaruhi harga saham atau *return* saham. Faktor makroekonomi meliputi inflasi, kurs, suku bunga, valuta asing, tingkat pertumbuhan ekonomi, harga bahan bakar minyak di pasar internasional dan indeks saham regional.⁵⁰

2.2 Analisis Fundamental Saham

Analisis fundamental saham merupakan salah satu metode yang digunakan untuk melihat nilai wajar pada saham sebagai metode penilaian yang menganalisis faktor-faktor ekonomi serta keuangan yang mempengaruhi perusahaan. Adapun tujuan dari analisis ini yaitu untuk menentukan apakah saham tersebut memiliki nilai minimum dari nilai wajarnya (*Undervalued*) atau memiliki nilai maximum dari nilai wajarnya (*Overvalued*). Oleh karena itu, investor yang telah memahami kinerja perusahaan secara menyeluruh, maka investor dapat membuat keputusan yang lebih efektif dalam kegiatan investasinya. Komponen utama pada analisis fundamental antara lain seperti pada faktor internal perusahaan yaitu laporan keuangan, rasio keuangan dan proyeksi pertumbuhan. Kemudian pada faktor eksternal seperti kondisi ekonomi serta persaingan pasar. Pada kondisi ekonomi, analisis fundamental saham mengamati bagaimana dinamika makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, serta komponen makroekonomi lainnya yang mempengaruhi kinerja perusahaan.⁵¹

Faktor eksternal pada kondisi ekonomi dapat dikelompokkan menjadi makroekonomi domestik dan global. Makroekonomi

⁵⁰ Mohamad Samsul, *Pasar Modal Dan Manajemen Portofolio* (Erlangga, 2006).

⁵¹ Inrawan, *Buku Ajar Manajemen Keuangan*.

domestik dan global dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain yaitu seperti inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar dan lainnya.⁵² Sedangkan makroekonomi global dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor yaitu kenaikan harga komoditas global seperti harga minyak dunia dan harga emas dunia hingga kebijakan moneter AS terhadap FED.⁵³

2.2.1 Inflasi

Pengertian inflasi merupakan kenaikan tingkat harga barang dan jasa secara terus menerus pada periode dan waktu tertentu. Pengukuran inflasi dilihat pada tingkat inflasi (*rate on inflation*) yaitu adanya perubahan tingkat harga secara umum. Adapun persamaannya sebagai berikut:⁵⁴

$$\text{Rate of inflation} = \frac{\text{Tingkat harga}_t - \text{Tingkat harga}_{t-1}}{\text{Tingkat harga}_{t-1}} \times 100$$

P_t = Tingkat harga pada periode sekarang

P_{t-1} = Tingkat harga pada periode sebelumnya

Peningkatan inflasi secara tiba-tiba dapat terjadi karena ada sebab peristiwa tertentu diluar dari kebijakan pemerintah seperti adanya depresiasi nilai uang yang besar atau adanya ketidakstabilan politik. Adapun bentuk-bentuk inflasi berdasarkan penyebab kenaikan harga tertentu terdiri atas tiga jenis yaitu:⁵⁵

1. Inflasi berdasarkan kebijakan pemerintah, inflasi ini terjadi ketika skala ekonomi berkembang pesat, ketika tingkat kesempatan kerja tinggi kemudian diikuti dengan tingkat pendapatan yang tinggi lalu selanjutnya berdampak pada pengeluaran yang besar akan kebutuhan barang dan jasa, pengeluaran yang tinggi akan menimbulkan inflasi. Selain itu

⁵² Hartono, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*.

⁵³ Dumas and Solnik, *The World Price of Foreign Exchange Risk*.

⁵⁴ Sadono Sukirno, *Makroekonomi (Teori Pengantar)* (Raja Grafindo Persada, 2004).

⁵⁵ Sukirno, *Makroekonomi (Teori Pengantar)*, Pp. 333

inflasi tarikan pemerintah juga bisa terjadi ketika adanya ketidakstabilan politik atau masa perang yang terjadi secara terus-menerus. Fenomena tersebut membuat pemerintah terpaksa mengambil pinjaman dari bank sentral sehingga pengeluaran pemerintah yang berlebihan cenderung menyebabkan inflasi.

2. Inflasi desakan biaya, Inflasi ini terjadi sama halnya ketika perekonomian berkembang pesat, saat permintaan akan barang meningkat pada perusahaan, maka perusahaan akan meningkatkan jumlah produksinya sehingga perusahaan harus memberikan upah dan gaji yang lebih tinggi kepada pekerja nya hingga menambah pekerja baru sehingga membuka lowongan pekerjaan dan menurunkan tingkat pengangguran. Hal ini dapat meningkatkan biaya produksi perusahaan dan dampak dari hal tersebut akhirnya menyebabkan kenaikan harga dari berbagai barang.
3. Inflasi diimpor, Inflasi ini disebabkan oleh kenaikan harga barang yang diimpor, dimana kenaikan harga barang berhubungan dengan pengeluaran perusahaan. Contoh dari peristiwa tersebut seperti dampak dari kenaikan harga minyak. Minyak merupakan komponen dari biaya produksi yang harus dikeluarkan perusahaan sehingga perusahaan menaikkan harga barang karena adanya penambahan dari biaya produksi akibat kenaikan harga minyak.

Konsep inflasi dalam sejarah pemikiran ekonomi telah mengalami evolusi. Adam Smith dan David Hume mendefinisikan inflasi sebagai peristiwa finansial murni akibat dari penambahan jumlah uang beredar, menurut Keynes, inflasi dipahami sebagai gejala ketidakseimbangan antara permintaan dan penawaran agregat, inflasi juga dipandang sebagai fenomena riil yang berkaitan dengan kapasitas produksi ekonomi dan siklus bisnis bukan hanya fenomena moneter saja. Gagasan tersebut kemudian berkembang hingga lahir dalam bentuk opini inflasi struktural. Inflasi melibatkan tiga aspek utama jika dilihat dari perspektif makroekonomi modern yaitu:

1. Tekanan permintaan agregat
2. Gangguan pada penawaran agregat
3. Ekspetasi inflasi

Pada konteks investasi, inflasi juga memberikan dampak yaitu seperti pengaruh terhadap biaya modal peningkatan inflasi yang dapat menyebabkan kenaikan pada suku bunga. Hal tersebut membuat investor lebih berhati-hati ketika ingin berinvestasi pada jangka panjang. Ketika inflasi terjadi dalam jangka waktu panjang, maka secara keseluruhan akan mengurangi investasi dalam aktivitas perekonomian sehingga hal tersebut dapat menghambat pertumbuhan ekonomi. Kemudian pemindahan modal pada situasi inflasi yang tinggi, karena investor cenderung memilih menyimpan asetnya kepada investasi yang lebih aman seperti investasi pada emas. Lalu dampak dari penyesuaian harga dan pendapatan inflasi apakah akan berakibat pada kenaikan harga barang dan jasa sehingga investor harus menimbang risiko dan profit sebelum memutuskan untuk berinvestasi. Kemudian inflasi juga berdampak pada penanaman modal asing, ketika negara tersebut mengalami inflasi tinggi sehingga terlihat kurang kompetitif ketika terjadinya penarikan kembali modal asing dikarenakan investor asing merasa khawatir terhadap stabilitas ekonomi dan potensi profit.⁵⁶

Faktor-faktor yang umumnya berperan dalam mempengaruhi tingkat inflasi antara lain:⁵⁷

1. Permintaan Agregat (*Aggregate Demand*), inflasi terjadi ketika permintaan agregat melebihi dari penawaran agregat seperti fenomena permintaan konsumen, investasi serta pengeluaran pemerintah meningkat maka produsen akan menaikkan harga sebagai bentuk respon atas permintaan yang tinggi.

⁵⁶ Ary Fakturrachman Aryansyah and et al, *Dasar-Dasar Teori Inflasi; Dari Pemikiran Klasik Hingga Keynesian* (Widina Media Utama, 2025).

⁵⁷ Djuli Sjafei Pura and Dkk, *Keangan Dan Pajak Internaional* (Yayasan Ceendikia Mandiri).

Permintaan yang tinggi cenderung mendorong inflasi.

2. Penawaran Agregat (*Aggregate Supply*), penawaran Agregat dapat mempengaruhi inflasi ketika penawaran agregat tidak dapat memenuhi permintaan, seperti dampak dari keterbatasan produksi akan menaikkan tambahan produksi sehingga menambah jumlah biaya produksi dan hal tersebut dapat menyebabkan terjadinya inflasi.
3. Biaya Produksi, biaya produksi memiliki beberapa faktor yaitu harga bahan baku, upah tenaga kerja, dan biaya produksi lainnya. Faktor-faktor tersebut dapat menyebabkan inflasi. Apabila terjadi kenaikan biaya produksi maka produsen juga akan menaikkan harga produk/ barang nya.
4. Kebijakan Moneter, kebijakan moneter yang dapat mempengaruhi inflasi seperti Bank Sentral menambah jumlah peredaran uang sehingga kegiatan perekonomian meningkat, dengan tingkat permintaan yang tinggi namun tidak dapat dipenuhi oleh penawaran maka akan memicu terjadinya inflasi. Selain itu operasi pasar terbuka dan kebijakan suku bunga juga bisa mempengaruhi inflasi.
5. Kebijakan Fiskal, kebijakan fiskal seperti menaikkan pajak serta pengeluaran pemerintah yang besar tanpa sumber daya yang memadai akan mempengaruhi permintaan dan penawaran sehingga dapat menyebabkan inflasi.

2.2.2 BI Rate

Merupakan suku bunga yang ditetapkan atas kebijakan Bank Indonesia sebagai cerminan atas sikap atau *stance* kebijakan moneter dan di publikasikan secara umum. BI *rate* diumumkan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia dan mulai diterapkan sejak tahun 2005. Dampak dari perubahan BI *rate* terhadap perubahan suku bunga simpanan terlihat secara cepat dan perubahan ini juga diikuti oleh perubahan bunga kredit. Apabila BI *rate* naik hingga 25 bps, maka institusi perbankan juga turut menaikkan suku bunga pinjaman dan simpanan. Ketika suku bunga naik, maka akan berpotensi terjadi nya

risiko kredit macet dikarenakan kenaikan *BI rate* yang mempengaruhi kebijakan suku bunga di perbankan, sehingga bank harus menaikkan tingkat bunga kredit kepada debitur, jika tidak dinaikkan maka akan mempengaruhi pendapatan bunga bersih dikarenakan bank juga harus menaikkan suku bunga simpanan.⁵⁸ Kebijakan baru *BI rate* berubah menjadi *BI 7 day Reverse Repo Rate* mengacu pada *best practice* internasional dalam pelaksanaan operasi moneter. Perubahan kebijakan ini dinilai secara cepat dapat mempengaruhi perbankan, pasar uang dan sektor riil. Bank Indonesia menetapkan suku bunga acuan menjadi *BI 7-Days Reverse Repo Rate* (*BI 7-Days RRR*) sejak 19 Agustus 2016. Kebijakan ini sebagai reformasi dari penetapan suku bunga yang telah di implementasikan sejak juli 2005 dengan *BI rate* yang berjangka waktu 12 bulan. Perubahan kebijakan suku bunga lama menjadi *BI 7 Days-RRR* sebagai upaya percepatan mekanisme kebijakan moneter dalam bentuk penurunan suku bunga kredit dan deposito.⁵⁹

Kebijakan atas perubahan *BI Rate* menjadi *BI 7-Days RRR* merupakan upaya perbaikan dari inefektivitas *BI rate* dalam mengendalikan perekonomian Indonesia. Seperti target angka inflasi selama 11 tahun belum maksimal terealisasi. Nilai kurs dolar relatif stabil dengan posisi Rp13.000-an, hal tersebut disebabkan karena arus masuk dana asing disebabkan oleh kebijakan yang dijalankan oleh negara-negara jepang dan eropa, oleh sebab itu *BI rate* masih belum mengendalikan stabilitas nilai tukar.⁶⁰ Namun pada 21 Desember 2023, Bank Indonesia menggunakan nama *BI-Rate*, namun penggantian nama tersebut tidak mengubah makna dan tujuan dari sistem *BI7DRR*. Konsep Dasar terbentuknya *Bi Rate* merupakan evolusi dari sistem suku bunga yang sudah ada sejak lama, sejak peradaban manusia adanya praktik menetapkan imbalan

⁵⁸ Otoritas Jasa Keuangan, *Buku 2 Perbankan (Seri Literasi Keuangan Perguruan Tinggi)*, 2019.

⁵⁹ Enny Sri Hartati and Dkk, *Proyeksi Ekonomi Indonesia 2017: Menguji Ketangguhan Ekonomu Indosen* (INDEF, 2020).

⁶⁰ Haryo Kuncoro, *Ekonomi Moneter: Studi Kasus Indonesia* (PT Bumi Aksara, 2020).

atas hasil pinjaman dari harta yang dimiliki, hal tersebut menjadi asal terbentuknya bunga di kalangan masyarakat.

Bunga merupakan dana yang didapat dari proses transaksi pinjaman uang. Edmister menyatakan ada tiga istilah yang berhubungan dengan suku bunga antara lain:⁶¹

1. Bunga di kontrak (*State rate*), tingkat bunga yang dinyatakan dalam kontrak secara spesifik dan terukur antara kreditur dan debitur dalam satu periode masa peminjaman. Perhitungan bunga pinjaman yaitu dengan mengkalikan jumlah pokok pinjaman dengan tingkat bunga pada satu periode.
2. Suku bunga tahunan (*Annual percentage rate*), tingkat bunga untuk jumlah periode tahunan kemudian disesuaikan dengan jumlah pokok pinjaman.
3. Yield, merupakan imbal hasil dari tingkat bunga pada periode yang sudah ditentukan, biasanya yield merupakan hasil dari bunga tahunan.

Secara umum faktor-faktor yang mempengaruhi *BI Rate* dalam konsep suku bunga ada faktor-faktor yang dapat mempengaruhi tingkat bunga yaitu:⁶²

1. Inflasi, ketika terjadi inflasi tinggi maka tingkat bunga yang diharapkan investor juga semakin tinggi.
2. Risiko kredit dan likuiditas, risiko gagal bayar memberikan dampak pada investasi dengan tingkat bunga yang lebih besar.
3. Kebijakan moneter dan pasar uang, kebijakan dari Bank Indonesia yaitu ketentuan *BI rate* secara langsung dapat mempengaruhi suku bunga pasar.
4. Ekspektasi Investor, tingkat diskonto yang digunakan dalam penilaian aset dapat dipengaruhi ketika harapan investor

⁶¹ Keuangan, *Buku 2 Perbankan (Seri Literasi Keuangan Perguruan Tinggi)*.

⁶² Tri Hemalia Ayu and Dkk, *Manajemen Keuangan* (Fahmi Karya, 2025).

akan perubahan ekspektasi pertumbuhan ekonomi dan stabilitas keuangan.

Pada lingkup investasi, *BI rate* menjadi salah satu indikator makroekonomi yang merupakan bagian dari analisis fundamental saham. Dampak dari tingkat suku bunga yang tinggi dapat meningkatkan biaya modal perusahaan, sehingga tingkat suku bunga yang tinggi akan membuat ekspektasi investor akan *return* dari investasi juga meningkat.⁶³ Namun, tingkat suku bunga berdasarkan *BI rate* juga bukan menjadi hal utama dalam mengukur *return* saham perusahaan karena pasar saham cenderung melihat risiko lainnya seperti risiko pasar dan risiko politik. Hal tersebut bisa berupa dampak dari kabar negatif dari konflik politik, sehingga sentimen negatif tersebut menyebabkan para investor beralih ke negara lain agar terhindar dari risiko investasi saham, sehingga menyebabkan *return* saham yang diperoleh juga turut menurun.⁶⁴

2.2.3 Kurs

Nilai tukar (kurs) yaitu merupakan indikator ekonomi yang berperan penting, dikarenakan tren nilai tukar berpengaruh berdampak besar terhadap parameter ekonomi di suatu negara. Pada tingkat perdagangan suatu negara, kurs memegang peran penting dalam menjaga stabilitas perdagangan dan investasi. Perdagangan internasional pada negara-negara di dunia yang memiliki perbedaan nilai mata uang menjadikan kurs sebagai ukuran yang krusial bagi kelangsungan sistem ekonomi di sebuah negara. Besarnya permintaan dan penawaran mata uang di negara tersebut pada prinsipnya bisa menentukan perbedaan nilai tukar mata uang (kurs). Nilai tukar mengalami depresiasi mata uang ketika jumlah uang beredar terlalu besar maka masyarakat akan memenuhi transaksinya sehingga mempengaruhi harga barang domestik. Ketika harga di suatu negara tinggi dibandingkan harga barang di luar negeri,

⁶³ Eduardus Tandelilin, *Portofolio Dan Investasi (Teori Dan Aplikasi)* (Kanisius, 2010).

⁶⁴ Ifanny Susanti Pasole and Dkk, 'Pengaruh Suku Bunga, Risiko Pasar, Dan Risiko Politik Terhadap Return Saham', *Jurnal Ekonomi Dan Ilmu Sosial*, 4.1 (2023).

masyarakat akan memilih memberi barang dari luar negeri. Fenomena tersebut dapat menyebabkan nilai tukar melemah hingga mengalami depresiasi.⁶⁵ Kurs secara garis besar memiliki dua sistem, yaitu kurs tetap dan kurs mengambang. Kurs mengambang mempunyai dua variasi, pertama apabila pemerintah secara intensif mengupayakan stabilisasi kurs valuta asing disebut dengan *dirty float*. Kedua, *clean float* yaitu jika pemerintah tidak melakukan stabilitas kurs disebut dengan *clean float*. Adapun persyaratan kurs mengambang atau biasa disebut dengan kurs bebas yaitu:

1. Mata uang yang beredar tidak konvertibel terhadap emas.
2. Kurs valuta asing ditentukan sepenuhnya oleh pasar. Apabila pemerintah melakukan intervensi maka yang dilakukan adalah bagaimana kebijakan pemerintah dapat mempengaruhi sisi permintaan dan penawaran valuta asing.
3. Tidak ada pembatasan penggunaan valuta asing.

Konsep dasar kurs memiliki dua pendekatan mengenai teori-teori kurs yaitu pendekatan tradisional dan pendekatan modern. Pendekatan tradisional dapat dikatakan sebagai pendekatan elastisitas terhadap pembentukan kurs dengan melihat pergerakan nilai tukar dalam jangka panjang hanya berdasarkan pada keseimbangan pasar dan arus perdagangan. Kemudian pendekatan modern, pendekatan ini menganalisis perubahan nilai kurs dalam jangka pendek sebagai dasar pengambilan keputusan untuk jangka panjang. Pendekatan modern juga menjelaskan perubahan nilai kurs dalam arus modal internasional dan pasar modal. Kedua pendekatan teori kurs ini saling besinergi dan penting untuk menjelaskan bagaimana fluktuasi nilai kurs dalam jangka pendek dan jangka panjang, sehingga dengan pendekatan-pendekatan tersebut dapat membentuk model-model analisis kurs terhadap variabel makroekonomi lainnya.⁶⁶ Penguatan nilai tukar rupiah terhadap

⁶⁵ Muhammad Adnan and Dkk, 'Pemodelan Risiko Investasi Di Indonesia', *Jurnal Ekonomi Dan Manajemen Teknologi*, 1 (2024).

⁶⁶ Imamudin Yuliadi, 'Buku Ekonomi Moneter' (Pt Macanan Jaya Cemerlang, 2008), Pp. 61–62.

dolar AS berdampak pada penurunan beban utang internasional dan biaya impor bahan baku terkhusus pada sektor-sektor yang terikat pada impor seperti sektor properti, infrastruktur dan industri. Hal tersebut dapat memperbaiki neraca perusahaan sehingga ekspektasi investor terhadap laba perusahaan akan meningkat yang kemudian berefek pada meningkatnya return indeks sektoral dan harga saham.⁶⁷ Sistem nilai tukar terbagi dalam beberapa jenis, secara umum dibagi atas empat sistem nilai tukar yaitu sebagai berikut:⁶⁸

1. Sistem kurs tetap (*Fixed exchange rate system*), sistem kurs tetap hanya boleh berubah dalam rentang yang terbatas atau disebut dengan nilai konstan.
2. Sistem kurs mengambang bebas (*freely floating exchange rate system*), nilai tukar (kurs) dengan sistem mengambang merupakan kebalikan dari sistem kurs tetap, dimana sistem mengambang memperbolehkan fleksibilitas kurs dan ditentukan sepenuhnya oleh pasar tanpa ada campur tangan pemerintah.
3. Sistem kurs mengambang terkendali (*manage floating exchange rate system*), sistem ini merupakan gabungan dari sistem kurs tetap dan kurs mengambang.
4. Sistem Kurs terikat (*pegged exchange rate system*), sistem ini mengaitkan antara mata uang lokal dengan nilai valuta asing.

Interaksi dari berbagai faktor ekonomi dan non ekonomi yang menyebabkan fluktuasi nilai tukar mata uang, fluktuasi nilai tukar mata uang dapat dipengaruhi oleh berbagai macam faktor seperti tingkat suku bunga, kinerja perbankan, jumlah pinjaman luar negeri, persepsi dan ekspektasi pasar, jangka waktu perubahan, efek eksternal, dan pengaruh dari aspek non ekonomi berupa seperti dinamika politik dan sosial.

⁶⁷ Dody Firman, 'Pengaruh Inflasi , Suku Bunga , Dan Nilai Tukar Terhadap Return Indeks Sektoral Di Bursa Efek Indonesia', *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Kontemporer (JAKK)*, 6.1 (2023).

⁶⁸ Muhammad Arfan Harahap and Muhammad Hafizh, *Manajemen Keuangan (Konsep Dasar Dan Prinsip-Prinsip)* (Merdeka Kreasi Group, 2020).

Berikut merupakan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kurs yaitu:⁶⁹

1. Tingkat Inflasi, pada konteks pasar valuta asing mengenai perdagangan internasional baik berupa barang ataupun jasa, perubahan harga yang terjadi di suatu negara relatif terhadap harga pasar internasional cenderung mempengaruhi kestabilan pergerakan kurs valuta asing.
2. Perbedaan suku bunga di berbagai negara, arus modal internasional dapat dipengaruhi oleh tingkat suku bunga, ketika suku bunga tinggi maka para investor asing akan tertarik untuk menanamkan modal nya karena imbal hasil atas suku bunga yang tinggi dan akan berdampak pada nilai mata uang yang meningkat..
3. Aktivitas neraca pembayaran, neraca pembayaran memberikan dampak langsung pada nilai tukar. Oleh karena itu, permintaan dari investor asing akan meningkat dan dengan neraca pembayaran aktif akan memperkuat mata uang nasional.
4. Tingkat pendapatan relatif, faktor lain yang dapat mempengaruhi yaitu laju pertumbuhan pendapatan terhadap harga-harga luar negeri. Laju pertumbuhan pendapatan dalam negeri akan melemahkan kurs mata uang asing, sementara pendapatan riil dalam negeri akan meningkatkan permintaan valuta asing.
5. Kontrol pemerintah, beberapa kebijakan pemerintah dapat mempengaruhi kestabilan nilai tukar seperti upaya untuk mengantisipasi masalah nilai tukar valuta asing dan perdagangan luar negeri, serta melakukan intervensi pada pasar uang seperti membeli dan menjual mata uang.
6. Ekspektasi, faktor yang dapat mempengaruhi nilai tukar valuta asing ialah ekspektasi nilai tukar di masa mendatang. Banyak institusi atau lembaga keuangan melakukan jual-beli valuta

⁶⁹ Dewi Cahyani Pangestuti, *Manajemen Keuangan Internasional* (Deeppublish, 2020).

asing berdasarkan ekspektasi tingkat suku bunga di berbagai negara.

2.2.4 Cadangan Devisa

Cadangan devisa merupakan sekumpulan dana yang berasal dari mata uang kuat dan disimpan sebagai cadangan oleh Bank Sentral. Mata uang kuat tersebut mempunyai likuiditas yang tinggi dan di pakai secara luas dalam transaksi lintas negara seperti dolar AS, yen Jepang atau mark Jerman. Dana tersebut dianggap sebagai antisipasi untuk membiayai kewajiban luar negeri seperti impor dan kewajiban lainnya. Berdasarkan ketentuan dana moneter internasional atau IMF, cadangan devisa yang mampu membiayai kewajiban luar negeri selama tiga bulan maka cadangan devisa tersebut dikategorikan aman bagi suatu negara.⁷⁰ Cadangan devisa bersifat likuid agar bisa dipergunakan saat dibutuhkan. Oleh karena itu, cadangan devisa perlu disimpan sebagai catatan hutang pemerintah dalam bentuk valuta asing agar mudah dikonversikan. IMF menyatakan bahwa cadangan devisa memiliki kemampuan untuk mendanai ketidakseimbangan neraca pembayaran atau mengintervensi pada pasar valuta asing dalam rangka menjaga stabilitas moneter. Bank Indonesia menyatakan bahwa cadangan devisa merupakan salah satu bagian dari tabungan nasional. Pergerakan nilai cadangan devisa menjadi isyarat bagi pasar keuangan global terhadap kredibilitas kebijakan moneter serta kelayakan kredit pada suatu negara. Manfaat cadangan devisa pada suatu negara salah satunya dapat menjaga keseimbangan nilai tukar mata uang. Selain itu, manfaat lainnya yakni dapat membiayai defisit neraca pembayaran. Penyebab merosot nilai rupiah juga bisa berdampak karena kurangnya penerimaan devisa. Tingkat inflasi yang tinggi tidak mencukupi penerimaan devisa yang turut berpengaruh pada kecilnya cadangan devisa.⁷¹

⁷⁰ Eti Rochaety And Ratih Tresnati, *Kamus Istilah Ekonomi* (Pt Bumi Aksara, 2013).P.P 41

⁷¹ Guspiabri Sumowigeno, *Tantangan Pengelolaan External Wealth (Sebagai Aset Ekonomi Nasional Demi Kejayaan Indonesia Incorporated)* (PT Elex Media Komputindo, 2022).

Konsep dasar cadangan devisa berupa pengelolaan cadangan devisa yang efektif sehingga memberikan manfaat untuk meningkatkan ketahanan ekonomi dari tekanan (*shocks*) baik itu berasal dari pasar keuangan internasional maupun keuangan dalam negeri. Oleh karena itu, tugas manajer pengelola cadangan devisa harus mengawasi pergerakan nilai mata uang domestik saat melalui interaksi dengan pelaku pasar dengan harapan mendapatkan informasi secara benar dan tepat waktu. Adapun komponen cadangan devisa sebagai berikut:⁷²

1. Emas Moneter (*monetary gold*), merupakan cadangan resmi yang dimiliki oleh otoritas moneter seperti Bank Sentral. Bentuk emas bisa dalam bentuk emas batangan. Pada penentuan emas moneter yang akan dimasukkan ke cadangan devisa harus melewati beberapa proses. Yaitu proses monetisasi dan demonetisasi.
2. *Special Drawing Rights* (SDR), merupakan fasilitas yang diberikan IMF kepada anggotanya, fasilitas tersebut dapat mempengaruhi jumlah cadangan devisa menjadi bertambah ataupun berkurang. Alokasi dana yang diberikan dari Dana Moneter Internasional (IMF) bertujuan menambah likuiditas internasional.
3. *Reserve Position in the fund* (RPF), merupakan cadangan devisa resmi negara yang tersimpan di IMF. Ketika suatu negara membutuhkan tambahan devisa, maka mereka bisa menggunakan dana IMF sebagai dana cadangan yang siap dipakai.
4. Valuta Asing (*foreign exchange*), merupakan tagihan otoritas moneter antara Bank Indonesia kepada pihak luar negeri. Selain bentuk simpanan atau uang fisik, valuta asing bisa berupa kontrak keuangan internasional (Derivatif keuangan). Adapun jenis derivatif seperti *forward*, *futures*, *swaps*, dan *options*.

⁷² Dyah Virgoana Gandhi, *Pengelolaan Cadangan Devisa Di Bank Indonesia* (Pusat Pendidikan Dan Studi Kebanksentralan, 2006).

5. Tagihan lainnya, merupakan komponen selain dari keempat komponen diatas, seperti piutang klaim maupun instrumen keuangan selain emas, valuta asing, SDR, dan RPF. Pengelolaan cadangan devisa yang efektif dapat memberikan manfaat untuk meningkatkan ketahanan ekonomi dari tekanan (*shocks*) baik itu berasal dari pasar keuangan internasional maupun keuangan dalam negeri.

Posisi cadangan devisa dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain yaitu ekspor dan impor, arus modal, pembayaran utang luar negeri, nilai tukar rupiah, inflasi, serta dinamika suku bunga global. Ketika ekspor meningkat atau investasi asing masuk, cadangan devisa bertambah. Sebaliknya, impor tinggi, pelemahan rupiah yang memicu intervensi Bank Indonesia, atau kenaikan suku bunga global yang mendorong arus keluar modal dapat menekan cadangan devisa.⁷³

2.2.5 Harga Minyak Dunia

Aspek energi sering dikaitkan dengan pertumbuhan ekonomi karena merupakan salah satu sumberdaya penting dalam proses produksi. Energi memiliki pengaruh yang kuat terhadap kegiatan ekonomi dalam cakupan mikro ataupun makro. Adapun hubungan yang saling berkaitan dalam aktivitas ekonomi antara lain seperti, harga minyak, pasar saham, tingkat inflasi, dan pertumbuhan ekonomi. Dampak dari perubahan harga terhadap jalannya perekonomian suatu negara disebabkan oleh beberapa aspek, salah satunya harga minyak. Fluktuasi harga minyak mempengaruhi biaya produksi dan transportasi, mendorong inflasi serta menekan daya beli, yang kemudian berdampak pada fiskal negara, nilai tukar, dan iklim investasi, sehingga memaksa pemerintah dan Bank Sentral menyesuaikan kebijakan untuk menjaga stabilitas perekonomian negara. Peran pemerintah dalam menjaga keseimbangan pasar yaitu seperti menetapkan lembaga pengawas pasar, seperti adanya kebijakan pembatasan terhadap ekspor minyak yang menjadi upaya

⁷³ Nadya Pambudianing Savira, 'Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Cadangan Devisa Di Indonesia', *At-Tawassuth*, Ix.I (2024), Pp. 97–114.

bagi pemerintah menjaga stabilitas harga minyak. Dampak dari perubahan harga terhadap jalannya perekonomian suatu negara disebabkan oleh beberapa aspek, salah satunya harga minyak. Banyak faktor yang mempengaruhi permintaan agregat pada negara berkembang, seperti fluktuasi harga internasional, ketergantungan terhadap ekspor komoditas dan penghasilan masyarakat masih rendah. Salah satu kasus di Indonesia yaitu permintaan ekspor hingga menjadi permintaan agregat nasional karena pengaruh langsung dari fluktuasi harga minyak dunia. Oleh karena itu permintaan agregat juga dapat dipengaruhi oleh kondisi eksternal dengan skala global, tidak hanya dipengaruhi oleh faktor internal saja.⁷⁴ Karakteristik minyak dunia mempengaruhi berbagai macam faktor seperti harga, produksi, konsumsi dan dampak lingkungan.

Pemerintah memiliki peran sebagai pengendali penyediaan dan distributor, dengan menetapkan kebijakan harga BBM atas dasar analisis yang telah dilakukan dengan melihat daya beli masyarakat dan keuangan negara. Keuntungan dan kerugian dari penyediaan dan pasokan distribusi BBM akan ditanggulangi oleh pemerintah dengan segala konsekuensinya. Namun, pemenuhan kebutuhan BBM telah menjadi kesulitan utama dalam perekonomian Indonesia dikarenakan ada keterkaitan langsung dengan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN). Subsidi muncul karena ada selisih antara harga jual dan biaya produksi/distribusi. Selisih tersebut bisa menjadi profit bagi pemerintah, namun beban subsidi sering membesar karena harga minyak dunia dan nilai kurs rupiah, dan masalah utamanya terletak pada alokasi subsidi yang tidak tepat sasaran.⁷⁵

⁷⁴ Eka Mustika Rianti and Yose Rizal Fajri, *Ekonomi Makro* (PT Qriset Indonesia, 2025).

⁷⁵ Sulistyowati, *Ekonomi Mikro Islam (Sebuah Pengantar)* (PT Atha Publishing Globalindo, 2025).

Faktor-faktor yang mempengaruhi harga minyak antara lain sebagai berikut:⁷⁶

1. Mekanisme pasar (permintaan dan penawaran), faktor fundamental yang secara konsisten menggerakkan harga yaitu seperti ketersediaan kapasitas cadangan. Pada awal 1970-an, hilangnya kapasitas produksi cadangan mengirimkan pesan bahwa minyak murah tidak lagi berkelanjutan. Ketika penawaran tidak mampu mencapai pertumbuhan permintaan maka harga cenderung akan naik. Kemudian efisiensi dan konservasi, peningkatan efisiensi energi atau konservasi di berbagai negara industri terbukti memiliki dampak besar dalam mengurangi permintaan minyak global, yang pada akhirnya turut menurunkan harga.
2. Peran OPEC dan negara produsen, kekuasaan dari perusahaan minyak internasional ke negara-negara produsen melalui OPEC yaitu seperti adanya Penetapan Harga Sepihak; OPEC mengambil kendali penuh dalam menetapkan harga minyak, beralih dari sistem harga yang di publikasikan oleh perusahaan ke harga yang ditentukan oleh keputusan politik negara produsen. Kemudian sistem kuota, untuk mempertahankan harga pada tingkat tertentu (misalnya target \$18 per barel pada tahun 1986), OPEC menggunakan sistem kuota produksi untuk membatasi pasokan di pasar.
3. Geopolitik dan konflik bersenjata, minyak sangat sensitif terhadap gangguan stabilitas politik di wilayah penghasil utama seperti adanya embargo dan senjata minyak. Penggunaan minyak sebagai alat politik, seperti embargo minyak Arab tahun 1973, dapat menyebabkan lonjakan harga seketika. Kemudian adanya revolusi dan perang seperti yang terjadi pada revolusi Iran pada tahun 1979 yang menghentikan ekspor minyak Iran memicu guncangan minyak kedua, begitu juga terjadi pada perang Iran – Irak atau invasi Irak ke Kuwait

⁷⁶ Daniel Yergin, *The Price (The Epic Quest For Oil, Money And Power)* (Simon & Schuster, 1991).

menciptakan ketidakpastian besar yang mempengaruhi harga pasar.

4. Faktor psikologis dan kepanikan pasar, adanya ketidakpastian informasi, kurangnya data yang akurat tentang tingkat stok dan permintaan yang mendasari sering kali memperburuk kepanikan di pasar.
5. Transformasi minyak menjadi komoditas pasar, ada pasar spot dan futures, seiring waktu mekanisme penentuan harga minyak bergeser dari kontrak jangka panjang yang stabil ke perdagangan di pasar bursa seperti NYMEX. Di sini, minyak diperlakukan sebagai komoditas biasa di mana spekulasi dan perdagangan harian ikut menentukan harga global.
6. Persaingan dari sumber Non-OPEC, munculnya produsen baru di luar OPEC seperti dari Alaska, Laut Utara dan Meksiko menambah pasokan dunia dan menciptakan persaingan yang memaksa OPEC untuk menyesuaikan strategi harga mereka agar tidak kehilangan pangsa pasar.

2.2.6 Harga Emas Dunia

Bisnis emas telah ada sejak masa sebelum masehi hingga masih relevan hingga masa kini, karena nilai emas yang terjaga kestabilannya dari masa ke masa. Selama era standar emas, harga ditetapkan secara kaku, kemudian pada tahun 1934 Amerika Serikat *repricing* besar-besaran dari \$20,67 menjadi \$35 per ons untuk mendevalusi dolar selama depresi besar. Pada Agustus 1971, presiden Nixon mengakhiri kemampuan tukar dolar ke emas, sejak saat itu emas memasuki era nilai tukar mengambang. Dimana harga emas melonjak dari \$35 hingga sempat menyentuh \$850 pada tahun 1980 karena krisis minyak dan inflasi hebat. Setelah periode stagnan di tahun 1990-an, emas kembali menguat di tahun 2000-an akibat krisis hutang, perang dan pelonggaran kuantitatif oleh Bank Sentral Global.⁷⁷

⁷⁷ Goldcore, *A Comprehensive Guide To The Gold Price* (Goldcore, 2013).

Berdasarkan dinamika latar belakang tersebut, harga emas secara historis meningkat ketika adanya ketidakpastian ekonomi. Emas menjadi aset yang terlindung dari inflasi dan depresiasi rupiah. Analisis pembentukan harga emas dunia dapat dilihat dari transaksi harian emas dunia. Saat ini, terdapat lima pasar utama emas dunia yaitu, New York (Amerika Serikat), Hongkong (China), Sydney (Australia), London (Inggris), dan Zurich (Swiss). Sistem perdagangan pada pasar emas dunia menggunakan mata uang dollar AS. Pasar emas dunia saling berhubungan dengan jam perdagangan emas yaitu 24 jam berlangsung terus menerus. Dari kelima pasar tersebut, pasar yang tertua yaitu pasar emas London (*Loco London Gold*). Kemudian *Supply Demand* Pembentukan Harga Emas Dunia, terbentuknya pergerakan harga emas dunia berdasarkan faktor-faktor yang mempengaruhinya pada jam perdagangan global. Adapun beberapa faktor nya antara lain nilai mata uang terkhusus dollar AS, permintaan pasar, harga komoditas yaitu salah satunya harga minyak dan kondisi ekonomi dan politik global. Terdapat dua cara metode penentuan harga emas sebagai berikut:⁷⁸

1. Harga *Gold Fix*, penentuan harga emas terjadi dua kali dalam sehari di London yaitu pada pukul 10.30 GMT dan pukul 15.00 GMT. Patokan harga gold fix didasarkan pada pasar emas London. Harga gold fix ditetapkan oleh lembaga yang bertugas mendefenisikan standar emas, menentukan standar dokumentasi, menentukan praktik perdagangan yang baik. Lembaga tersebut ialah London Bullion Market Association (LBMA). Penetapan gold fix menjadi pedoman pada harga spot.
2. Harga *Gold Spot* ialah harga emas yang diperbarui setiap saat (real time), harga spot termasuk harga yang paling banyak digunakan dalam standar harga emas dunia. Harga spot terpublikasikan lewat situs web dan menjadi dasar toko emas lokal dalam menentukan harga emas. Harga spot cenderung fluktuatif mengikuti pedoman harga gold fix.

⁷⁸ Beny Witjaksono And Dkk, *Investasi Emas Bpkh* (Badan Pengelola Keuangan Haji, 2023).

Fluktuasi harga emas disebabkan oleh beberapa faktor yaitu ada delapan faktor sebagai berikut:⁷⁹

1. Inflasi, merupakan fenomena terjadinya kenaikan harga barang pada periode tertentu, inflasi bisa disebabkan oleh turunnya nilai mata uang akibat dari pencetakan uang baru yang dilakukan oleh negara. Harga emas dapat mengamankan kemampuan beli, ketika harga emas naik setidaknya bisa sama dengan tingkat inflasi yang terjadi. Jika inflasi meningkat maka harga emas juga akan melonjak tinggi, sebaliknya jika tingkat inflasi rendah maka harga emas juga cenderung menurun.
2. Kondisi Finansial Masyarakat Suatu Negara, kepanikan finansial seperti tragedi krisis moneter pada tahun 1998 yang menyebabkan tingginya harga dolar AS hingga berkali lipat sehingga harga emas juga turut mengalami lonjakan yang cukup tajam. Namun sebaliknya ketika kondisi finansial masyarakat membaik, harga emas akan stabil bahkan bisa menurun. Ketika masyarakat mendapatkan keuntungan tinggi dari investasi yang dilakukan dalam bentuk lain seperti investasi saham ataupun investasi pada sektor riil, maka minat masyarakat pada investasi emas akan menurun dan hal ini akan berdampak pada menurunnya harga emas.
3. Perkembangan Geopolitik, kondisi politik di suatu negara menjadi suatu faktor yang juga berdampak pada harga emas, ketika terjadi ketidakstabilan politik, maka masyarakat akan membeli emas sebagai perlindungan aset kekayaan atas keadaan politik yang tidak stabil. Oleh sebab itu maka permintaan akan emas akan meningkat sehingga menyebabkan harga emas juga ikut naik. Namun, ketika kondisi politik stabil, maka turut berdampak pada harga emas yang stabil hingga menurun karena kurangnya permintaan akan stok emas.

⁷⁹ Joko Salim, *Jangan Investasi Emas Sebelum Baca Buku Ini* (Transmedia Pustaka, 2010).

4. Tindakan Para Spekulasi, naik turunnya harga emas di pasar internasional juga dapat disebabkan oleh para spekulasi. Para spekulasi merupakan kumpulan beberapa orang untuk mencapai profit terhadap tren harga emas. Ketika mereka melakukan pembelian dalam jumlah yang besar, maka harga emas cenderung naik akibat tingginya permintaan dan hal tersebut juga diikuti oleh spekulasi lainnya sehingga harga emas mengalami tekanan.
5. Keadaan Pasar Modal, harga komoditas yang berkaitan erat dengan fluktuasi harga emas salah satunya adalah harga minyak dunia. Lazimnya, harga minyak dunia akan sinkron dengan harga emas. Ketika harga minyak dunia mengalami kenaikan maka harga emas juga turut naik walaupun tidak selalu berbanding lurus. Maksudnya yaitu ketika harga minyak meningkat namun tidak diikuti dengan pertumbuhan sektor riil, maka masyarakat akan mengantisipasi bahwa di kemudian hari akan terjadi kepanikan pasar, sehingga mereka cenderung untuk melakukan investasi yang aman terhadap asetnya seperti investasi emas.
6. Cadangan Devisa Emas, cadangan devisa dalam bentuk emas menjadi suatu perlindungan aset bagi suatu negara. Pemerintah dan Bank Sentral memiliki cadangan devisa emas bisa berdampak pada tren harga emas di suatu negara. Ketika para pemangku kebijakan menambah kapasitas cadangan devisa emas, maka harga emas dunia akan meningkat, namun ketika harga emas sudah tinggi maka Pemerintah dan Bank Sentral akan melepaskan sebagian cadangan devisa emas ke pasar untuk memperoleh uang tunai, oleh karena itu hal tersebut dapat berdampak pada harga emas yang ikut menurun.
7. Permintaan Emas Dunia, cadangan emas suatu negara dapat mempengaruhi permintaan, seperti siklus tahunan yang terjadi di negara India dan Cina.

Biasanya awal tahun adanya kebutuhan akan perhiasan untuk merayakan tahun baru, permintaan emas dari kedua negara tersebut meningkat serta jumlah penduduk dari kedua negara tersebut terbilang cukup besar untuk memenuhi stok emas dunia sehingga hal ini juga berdampak pada harga emas yang ikut meningkat karena permintaan yang tinggi dari kedua negara tersebut. Perbandingan performa emas dan pasar saham selama 30 tahun terakhir menunjukkan bahwa emas mampu mencapai keunggulan dari kinerja indeks saham utama yaitu seperti pada indeks S&P 500 pada jangka panjang. *Return* emas selama tiga dekade terakhir telah mampu mengungguli pertumbuhan saham ketika terjadi ketidakpastian ekonomi dan meningkatnya risiko geopolitik, sehingga membuat investor untuk berinvestasi pada emas, dimana emas dipercaya sebagai aset lindung nilai.⁸⁰

2.3 Hubungan Antar Variabel

2.3.1 Hubungan Inflasi Terhadap Return JII

Inflasi secara teori merupakan kondisi terjadinya kenaikan harga barang dan jasa secara agregat dan berkelanjutan pada periode tertentu.⁸¹ Inflasi dapat menyebabkan dampak negatif terhadap harga saham syariah, yang dimana inflasi menyebabkan daya beli yang lebih rendah, terutama bagi konsumen dengan pendapatan tetap. Hubungan antara inflasi dan indeks saham syariah terjadi ketika tingkat daya beli menurun akibat inflasi yang lebih tinggi. Sehingga mengurangi pengeluaran masyarakat terhadap produk/output ekonomi, oleh karena itu dapat mengurangi keuntungan berbagai industri karena penurunan pendapatan penjualan.⁸²

Namun disisi lain, Perlindungan terhadap inflasi juga menjadi tujuan penting untuk menjaga daya beli masyarakat

⁸⁰ Adam Ibrahim Aji, 'Emas Mengalahkan Performa Saham & Target Naik Ke 4600', 2025 <<https://www.kvb.co.id/insights/market-analysis/57927>>.

⁸¹ Yearning Harefa, *Inflasi* (Penerbit Satu Indonesia, 2026).

⁸² Yoghi Citra Pratama and Abdul Azzis, 'Macroeconomic Variables , International Islamic Indices , and The Return Volatility in Jakarta Islamic Index', 10.1 (2018), pp. 171–88.

sehingga investor mencari aset yang dapat memberikan tingkat *return* di atas tingkat inflasi. Saham dianggap sebagai lindung nilai yang baik terhadap inflasi, karena perusahaan dapat membebankan kenaikan biaya kepada konsumen, sehingga mempertahankan margin keuntungan mereka. Dengan memasukkan investasi yang dilindungi inflasi ke dalam portofolio, maka investor dapat memastikan bahwa modal mereka mempertahankan nilai dan daya belinya dalam jangka panjang.⁸³

2.3.2 Hubungan BI Rate Terhadap Return JII

BI Rate sebagai suku bunga acuan Bank Indonesia yang menggambarkan sikap kebijakan moneter yang ditetapkan dan diumumkan oleh Bank Indonesia kepada publik. Penurunan BI rate dapat menjadi sentimen bagi saham-saham perbankan, hal tersebut disebabkan penurunan BI rate berdampak pada suku bunga bank yang ikut menurunkan suku bunga tabungan/deposito nasabah.⁸⁴ BI rate yang tidak berpengaruh terhadap harga saham dikarenakan tidak memiliki hubungan yang signifikan, hal tersebut diakibatkan oleh konsistensi penurunan BI rate yang stabil sehingga nilai suku bunga tidak mempengaruhi pergerakan harga saham. Kestabilan suku bunga merupakan dampak dari kebijakan pemerintah yang menyesuaikan suku bunga di pasar.⁸⁵

Kenaikan BI rate yang berpotensi mempengaruhi harga saham juga dapat berdampak pada *return* saham, ketika suku bunga kebijakan moneter meningkat maka tingkat suku bunga kredit cenderung naik dan hal tersebut dapat menjadi beban bagi emiten dan minat akan melakukan peminjaman modal menurun, sehingga modal perusahaan terbatas dan penjualan juga menurun, oleh sebab itu penjualan yang rendah akan menurunkan laba perusahaan dan

⁸³ N S Bala Nimoshini Supraja and Dkk, *Investment Analysis and Portofolio Management* (IOT Academy, 2025).

⁸⁴ RH Liembono, *Analisis Fundamental*, 2014.

⁸⁵ Widiastuti, Prastiwi, and Sumadi, 'Pengaruh Jumlah Uang Beredar, Inflasi, Dan Suku Bunga BI Rate Terhadap Jakarta Islamic Index (JII) Periode Tahun 2020 – 2022'.

turut berdampak pada menurunnya *return* saham.⁸⁶

Pengaruh ini bersifat kompleks karena tercermin dalam fluktuasi *return* indeks saham khususnya pada indeks JII sebagai variabel yang diuji dalam penelitian ini.

2.3.3 Hubungan Nilai Tukar(Kurs) Terhadap *Return* JII

Dampak signifikan kurs terhadap saham dapat dilihat dari pelemahan nilai tukar yang mempengaruhi turunnya *return* saham.⁸⁷ Sebagai indikator dari makroekonomi domestik, kurs dapat mempengaruhi ekspektasi *return* yang diterima oleh investor sehingga fluktuasi kurs tidak hanya berdampak pada penurunan *return* aktual saham akan tetapi juga berdampak pada *return* indeks sebagai *benchmark* pasar. Ketika kurs menguat akan meningkatkan neraca perdagangan yang akan berdampak pada perusahaan yang melakukan aktivitas ekspor-impor. Peningkatan profitabilitas perusahaan juga turut menjadi sinyal positif bagi investor. Stabilitas nilai tukar juga mempengaruhi perekonomian suatu negara, sehingga stabilitas ekonomi di suatu negara tercapai maka, investor asing tertarik untuk melakukan investasi di pasar saham negara tersebut.⁸⁸

Penguatan nilai dolar juga dapat menyebabkan investor cenderung memilih investasi dalam bentuk dolar dibandingkan saham.⁸⁹ Depresiasi kurs rupiah terhadap dolar dapat menyebabkan peningkatan biaya utang perusahaan dalam mata uang asing serta biaya impor bahan baku.⁹⁰

⁸⁶ Ahmad Karim, Abdul Jabar and Iwan Fahri Cahyadi, 'Pengaruh Exchange Rate , Inflasi , Risiko Sistematis Dan BI Rate Terhadap Return Saham Syariah Di Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2015-2018', *Journal Of Islamic Banking and Finance*, 4.1 (2020), pp. 12–39.

⁸⁷ Tandelilin, *Portofolio Dan Investasi (Teori Dan Aplikasi)*.

⁸⁸ Zainul Hasan Quthbi, 'Linkage of Monetary Policy and Islamic Capital Market: The Case of Indonesia', *Journal of Islamic Economics Lariba*, 5.1 (2020), pp. 1–20.

⁸⁹ Ifan Muarif, Nurul Anwar, and Arintoko Arintoko, 'Pengaruh Indeks Produksi Industri, Suku Bunga Dan Kurs Terhadap Indeks Harga Saham Syariah Jakarta Islamic Index', *El-Jizya : Jurnal Ekonomi Islam*, 12.2 (2024), pp. 203–20.

⁹⁰ Tandelilin, *Portofolio Dan Investasi (Teori Dan Aplikasi)*.

Kondisi tersebut dapat mempengaruhi minat investor terhadap saham-saham yang tergabung dalam JII. Penurunan permintaan saham tersebut akan menekan nilai indeks sehingga *return* indeks juga ikut menurun.

2.3.4 Hubungan Cadangan Devisa Terhadap *Return* JII

Teori yang berkaitan dengan cadangan devisa menyatakan bahwa cadangan devisa diyakini dapat meredam guncangan ketika terjadi guncangan krisis keuangan. Oleh sebab itu, cadangan devisa dinilai mampu menjaga stabilitas ekonomi suatu negara, sehingga kondisi tersebut menjadi penilaian investor terhadap pasar modal domestik.⁹¹ Stabilitas ekonomi tersebut dapat meningkatkan minat investor, sehingga mendorong peningkatan investasi di pasar modal, termasuk pada saham-saham yang tergabung dalam *Jakarta Islamic Indeks* (JII). Oleh karena itu, peningkatan tersebut akan mempengaruhi pertumbuhan nilai JII dan turut berdampak pada *return* JII.

Di sisi lain cadangan devisa tidak secara langsung dapat mempengaruhi ekspektasi investor terhadap investasi saham, dikarenakan cadangan devisa merupakan indikator ketahanan eksternal.⁹² Sehingga, jika dihubungkan dengan teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang membahas terkait *return* sekuritas yang dapat dipengaruhi oleh risiko lain selain portofolio pasar dengan hanya mempertimbangkan faktor risiko sistematis pada pasar. Faktor tersebut yaitu inflasi, kurs, suku bunga, dan lainnya. Oleh karena itu, indikator cadangan devisa dalam model APT seringkali tidak signifikan dibandingkan indikator yang memiliki risiko sistematis.⁹³

⁹¹ Haryo Kuncoro, 'The Role of Foreign Reserves in Inflation Dynamic', *Economic Journal of Emerging Markets*, 16.1 (2024), pp. 1–12.

⁹² Maurice Obstfeld and dkk, *Financial Stability, the Trilemma, And International Reserves* (2008).

⁹³ Zulfikar, *Pengantar Pasar Modal Dengan Pendekatan Statistika* (Deeppublish, 2016).

2.3.5 Hubungan Harga Minyak Dunia Terhadap *Return* JII

Fluktuasi harga minyak kerap kali menjadi barometer perekonomian di seluruh dunia, sehingga menjadi isu aktual diperbincangkan di masing-masing negara. Adanya pengaruh penting harga minyak terhadap aktivitas makroekonomi dikarenakan minyak merupakan salah satu sumber energi yang menjadi kebutuhan bagi proses produksi barang dan jasa, sehingga tren harga minyak sangat sensitif terhadap laju perekonomian suatu negara.⁹⁴

Pada lingkup pasar modal, investor di pasar modal Indonesia cenderung mempertimbangkan kondisi pasar secara menyeluruh. Hal tersebut dikarenakan kondisi pasar mempunyai peran penting dalam menilai kinerja saham jika dibandingkan dengan faktor eksternal yaitu seperti volatilitas harga minyak dunia.⁹⁵ Dari sudut lain, harga minyak dunia memiliki pengaruh terhadap kinerja saham, yang dimana ketika terjadi pertumbuhan ekonomi, harga minyak dunia berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* pasar saham, akan tetapi saat ekonomi mengalami resesi, harga minyak dunia tidak lagi menjadi faktor yang dapat memprediksi pergerakan saham.⁹⁶ Volatilitas JII lebih dipengaruhi oleh faktor internal dalam pasar modal syariah, namun seiring waktu variabel makroekonomi seperti harga minyak dunia mulai memainkan peran yang lebih besar dalam menjelaskan variabilitas JII.⁹⁷

⁹⁴ Abdul Aziz, *Ekonomi Makro Islam (Sebuah Pengantar)* (CV Adanu Abimata, 2020).

⁹⁵ Nidrah, 'Pengaruh Volatilitas Harga Minyak Dunia Terhadap Return Saham Sektor Energi Di Indonesia', *Jurnal Ilmiah Multidisiplin*, 2.3 (2026).

⁹⁶ Andrianos E Tsekrekos and Konstantinos I Vasileiadis, 'Oil Prices as a Predictor of Stock Market Returns ☆', *Journal of Commodity Markets*, 41 (2026), doi:10.1016/j.jcomm.2026.100540.

⁹⁷ Rahmat Fitriansyah and Mohamad Soleh Nurzaman, 'Macroeconomic Determinants and Global Islamic Market Linkages of the Jakarta Islamic Index', *Share: Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 14.1 (2025), pp. 258–84.

2.3.6 Hubungan Harga Emas Dunia Terhadap *Return* JII

Harga emas dunia kerap kali dianggap sebagai parameter kestabilan nilai aset. Lonjakan harga emas dunia dapat memberikan sinyal positif bagi respon pasar, terkhusus pada saham yang bergerak disektor komoditas energi dan pertambangan yang memiliki nilai besar pada indeks pasar. Kenaikan yang terjadi pada harga emas dunia akan berdampak pada laba dan valuasi aset perusahaan yang ikut meningkat. Berdasarkan hal tersebut, maka *return* saham juga turut meningkat.⁹⁸ Harga emas dunia tidak selalu memiliki pengaruh dan hubungan negatif pada pasar saham. Hal tersebut menyatakan bahwa emas tidak selalu menjadi aset lindung nilai.⁹⁹ Hal tersebut berhubungan dengan teori APT, dimana Ross menyatakan bahwa terdapat ruang bagi faktor-faktor tertentu tidak berpengaruh terhadap *return* aset, kecuali faktor dengan risiko dinamis yaitu seperti inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan lain-lain.¹⁰⁰

Harga emas dunia dipandang sebagai aset lindung nilai dari pergerakan inflasi pada mata uang. Meningkatnya harga emas, dapat mendorong investor untuk menyimpan aset dalam bentuk emas dibandingkan saham. Kenaikan harga emas yang berdampak pada saham juga turut menjadi paramater penting bagi indeks saham syariah terkhusus pada JII. Sebagai dampak dari peningkatan minat terhadap minat investasi emas dengan pertimbangan risiko dan profit, dimana investor memandang bahwa emas memiliki risiko yang rendah dan stabil dibandingkan saham.¹⁰¹ Penurunan minat terhadap saham pada indeks saham syariah seperti JII, akan

⁹⁸ Nova Permata Sari, 'Volatilitas Harga Emas Dan Kurs Rupiah: Dampaknya Terhadap Return Saham Pertambangan Di Indonesia', *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis Indonesia*, 7.1 (2026), pp. 1–11.

⁹⁹ Hemant Manuj, 'Is Gold a Hedge against Stock Price Risk in U . S . or Indian Msrkets', *Risks*, 9.174 (2021).

¹⁰⁰ Stephen A Ross, 'The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing', *Journal of Economic Theory*, 13 (1976), pp. 341–60.

¹⁰¹ Novitasari, Saadah Yuliana, and Suhel, 'Analisis Pengaruh Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, Kurs Rupiah, Dan Inflasi Terhadap Jakarta Islamic Index Di Indonesia (Dengan Metode Error Correction Model (ECM)', *Jurnal Al-Iqtishad: Jurnal Ekonomi Syariah*, 1.01 (2023), pp. 62–86.

menurunkan nilai *JII*, sehingga dapat menyebabkan efek negatif pada *return JII*.

2.4 Hasil Penelitian Terkait

1. Penelitian oleh M.Sabri Abd, dkk dengan judul “*Long-run relationship between islamic stock returns and macroeconomic variables : An Application of the autoregressive distributed lag model*” Hasil Penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar efektif riil, jumlah uang beredar, suku bunga pemerintah dan bunga dana federal meningkatkan ukuran prediktabilitas pasar saham Malaysia. Penelitian tersebut menemukan bahwa ketika suku bunga naik baik di dalam negeri maupun internasional, investor muslim akan membeli lebih banyak saham yang sesuai dengan syariah sehingga meningkatkan harga saham syariah.¹⁰² Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independennya yang sama yaitu hanya suku bunga, kurs dan model penelitiannya yaitu *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL). Perbedaanya yaitu dengan penelitian yang dilakukan oleh peneliti pada variabel dependennya yaitu *return* saham syariah Malaysia dan variabel independennya tidak menggunakan variabel inflasi, kurs, cadangan devisa, harga minyak dan harga emas. Sementara penelitian tersebut selain kurs dan suku bunga, penelitian tersebut menggunakan variabel jumlah uang beredar, dan suku bunga *federal*.
2. Penelitian oleh Muhammad Rizki dengan judul “Dampak Suku Bunga, Inflasi, Nilai Tukar, dan Cadangan Devisa Terhadap *Return* IHSG di Bursa Efek Indonesia” Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial suku bunga dan inflasi berpengaruh negatif terhadap *return* IHSG dengan tidak signifikan. Nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* IHSG dan cadangan devisa berpengaruh positif dan

¹⁰² M. Sabri Abd Majid, ‘The Short-Run And Long-Run Relationship In Indonesian Islamic Stock Returns’, *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal of Islamic Economics)*, 8.January (2016), pp. 1–18.

signifikan terhadap *return* IHSG. Secara simultan inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan cadangan devisa berpengaruh terhadap *return* IHSG.¹⁰³

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya berupa inflasi, suku bunga, nilai tukar, cadangan devisa. Perbedaannya pada variabel independen peneliti terdahulu tidak menggunakan harga minyak dunia dan harga emas dunia serta variabel dependen nya menggunakan *return* IHSG sementara penelitian yang sedang dilakukan menggunakan *return* JII. Model yang digunakan peneliti terdahulu analisis linear berganda, sedangkan penelitian ini menggunakan ARDL.

3. Penelitian oleh Zulaiha Fatimah dan Trischa Relanda Putra dengan judul “*Dynamics of the Indonesian Sharia Stock Index and Macroeconomic Factors: An Analysis Using the Vector Error Correction Model (VECM)*” Penelitian ini menunjukkan bahwa pasokan uang (M2), nilai tukar, dan harga emas berpengaruh signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), sementara suku bunga BI tidak berpengaruh kuat. Dalam jangka pendek, hanya Indeks Produksi Industri (IPI) yang memengaruhi ISSI secara langsung, sedangkan dalam jangka panjang, inflasi dan produksi industri menjadi faktor utama. Temuan ini mendorong investor untuk melakukan diversifikasi ke sektor yang lebih stabil seperti barang konsumsi dan infrastruktur guna mengurangi risiko akibat fluktuasi nilai tukar dan inflasi. Selain itu, pemantauan harga emas dan kebijakan moneter dapat membantu pengambilan keputusan investasi.

¹⁰³ Rizki, ‘Dampak Suku Bunga, Inflasi, Nilai Tukar, Dan Cadangan Devisa Terhadap Return Ihsg Di Bursa Efek Indonesia’.

Dari sisi kebijakan, stabilitas ISSI dapat dijaga melalui dukungan terhadap sektor riil dan penguatan instrumen keuangan syariah seperti Sukuk, serta menjaga kestabilan nilai tukar dan inflasi untuk meningkatkan daya saing pasar modal syariah.¹⁰⁴

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan harga emas, suku bunga, dan nilai tukar (kurs), serta data bulanan. Perbedaanya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti inflasi, cadangan devisa dan harga minyak serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan Indeks Harga Saham Syariah, sementara penelitian ini menggunakan *return* JII. Kemudian data penelitian terdahulu menggunakan data triwulan sementara penelitian ini menggunakan data dengan rentang tahun yang berbeda. Peneliti terdahulu menggunakan tahun 2014-2023 sementara penelitian ini menggunakan tahun 2015-2025.

4. Penelitian oleh Muhammad Sanusi dengan judul “Pengaruh faktor variabel makro ekonomi terhadap *return* Indeks Saham Syariah Indonesia” hasil penelitian menjelaskan bahwa harga minyak, *return* indeks SSE, *return* indeks Nikkei 225, *return* DJIM *emerging market*, *return* indeks S&P500, berpengaruh signifikan terhadap *return* ISSI sementara suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* ISSI. Berdasarkan nilai koefisien dari masing-masing variabel, koefisien variabel yang paling berpengaruh yaitu *return* indeks S&P500 dengan nilai koefisien 3.515414 hal tersebut akan menjadi tren positif bagi pasar saham syariah di Indonesia, kemudian variabel dengan nilai koefisien rendah yaitu pada indeks DJIM *developed market*

¹⁰⁴ Zulaiha Fatimah And Trischa Relanda Putra, ‘Dynamics Of The Indonesian Sharia Stock Index And Macroeconomic Factors: An Analysis Using The Vector Error Correction Model (Vecm)’, *Journal Of Business And Management Review*, 6.3 (2025), Pp. 258–73, Doi:10.47153/Jbmr.V6i3.1488.

berada pada -2.997074 hal tersebut dikarenakan hubungan yang lemah dari pasar saham negara maju dan negara berkembang.¹⁰⁵ Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan harga minyak dan suku bunga serta menganalisis *return* indeks saham syariah. Perbedaanya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti inflasi, kurs, *BI rate*, cadangan devisa, dan harga emas serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan *return* ISSI, sementara penelitian ini menggunakan *return* JII.

5. Penelitian oleh Syafrina dan Puji, dengan judul penelitian pengaruh variabel makroekonomi terhadap Jakarta Islamic Indeks Periode 2011-2018” menggunakan metode VECM hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka pendek, Inflasi, Nilai Tukar, Sertifikat Syariah Bank Indonesia, Indeks Produksi Industri, dan Harga Minyak tidak berpengaruh signifikan terhadap Jakarta Islamic Index. Sedangkan dalam jangka panjang, Inflasi, Nilai Tukar, Sertifikat Syariah Bank Indonesia, dan Indeks Produksi Industri berpengaruh signifikan terhadap Jakarta Islamic Index.¹⁰⁶

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, nilai tukar (kurs) dan harga minyak. Perbedaanya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti *BI rate*, cadangan devisa, dan harga emas serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan *Jakarta Islamic index*, sementara penelitian ini menggunakan *return* JII. Model penelitian yang digunakan peneliti terdahulu VECM sedangkan penelitian ini

¹⁰⁵ Muhammad Sanusi, ‘Pengaruh Faktor Variabel Makro Ekonomi Terhadap Return Indeks Saham Syariah Indonesia’ (Universitas Airlangga, 2020).

¹⁰⁶ Syafrina Hidayati And Puji Sucia Sukmaningrum, ‘Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index Periode 2011-2018’, *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 6.9 (2019), Pp. 1894–1908.

menggunakan model ARDL. Kemudian data penelitian terdahulu menggunakan data dengan rentang tahun yang berbeda.

6. Penelitian oleh Afvan Aquino Dan Elpa Utari dengan Judul Penelitian “Pengaruh Tingkat Inflasi, Suku Bunga dan Nilai Tukar Rupiah terhadap *Return* Saham Syariah di Bursa Efek Indonesia” Hasil penelitian menunjukkan bahwa Inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, ditunjukkan oleh nilai *t* hitung sebesar -0,839 yang lebih kecil dari *t* tabel 2,00172, serta nilai signifikansi 0,405 yang lebih besar dari α 5%. Artinya, besar kecilnya tingkat inflasi tidak memengaruhi *return* saham. Suku bunga juga tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham, dengan nilai *t* hitung 0,745 lebih kecil dari *t* tabel 2,00172 dan nilai signifikansi 0,460 lebih besar dari α 5%, sehingga tinggi rendahnya suku bunga tidak memengaruhi *return* saham. Nilai tukar rupiah terhadap dolar AS pun tidak berpengaruh signifikan, terlihat dari nilai *t* hitung -0,393 yang lebih kecil dari *t* tabel 2,00172 dan nilai signifikansi 0,696 yang lebih besar dari α 5%. Dengan demikian, ketiga variabel inflasi, suku bunga, dan nilai tukar tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham.¹⁰⁷

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, suku bunga dan nilai tukar (kurs) Perbedaanya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti *BI rate*, cadangan devisa, harga minyak dan harga emas serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan *return* Saham Syariah, sementara penelitian ini menggunakan *return* JII. Model peneliti terdahulu menggunakan regresi linear sementara penelitian ini menggunakan model ARDL. Kemudian data penelitian menggunakan data rentang tahun yang berbeda.

¹⁰⁷ Aquino And Utari, ‘Pengaruh Tingkat Inflasi, Suku Bunga Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap *Return* Saham Syariah Yang Terdaftar Di Bursa’.

7. Penelitian oleh Rike Desitania dengan judul “Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap *Return* Saham Kelompok Sektoral yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia” hasil penelitian Berdasarkan hasil pengolahan regresi data panel, dengan menggunakan pendekatan random effect model, hasil uji F menemukan bahwa Nilai tukar rupiah , Inflasi , Harga minyak dunia , dan Suku Bunga secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi dinyatakan fit atau layak sebagai model penelitian. Berdasarkan hasil Uji t, dalam penelitian ini ditemukan bahwa nilai tukar rupiah, Inflasi, dan Suku Bunga secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *return* saham dan harga minyak dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.¹⁰⁸

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, nilai tukar (kurs), harga minyak, dan suku bunga. Perbedaanya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti cadangan devisa, dan harga emas serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan *return* saham pada kelompok sektoral, sementara penelitian ini menggunakan *return* JII. Model peneliti terdahulu menggunakan regresi linear sementara penelitian ini menggunakan model ARDL. Serta menggunakan analisis data panel. Kemudian data penelitian terdahulu menggunakan data dengan rentang tahun yang berbeda.

8. Penelitian oleh Violita dan Septian dengan judul “Pengaruh harga minyak dunia, harga emas dunia, dan jumlah uang beredar terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia” dengan menggunakan analisis data panel hasil penelitian menunjukkan secara parsial jumlah uang beredar berpengaruh positif

¹⁰⁸ Rike Desitania, ‘Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap *Return* Saham Kelompok Sektoral Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia’, *Jurnal Ilmu Manajemen Dan Bisnis*, 12.2 (2021), Pp. 201–14.

signifikan terhadap ISSI sementara harga emas dunia dan harga minyak dunia berpengaruh negatif signifikan terhadap ISSI. Secara simultan jumlah uang beredar, harga emas dunia dan harga minyak dunia berpengaruh terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) pada sektor industri dan barang konsumsi dengan nilai koefisien determinasi sebesar 41,1 %.¹⁰⁹ Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan harga minyak dan harga emas. Perbedaannya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti inflasi, nilai tukar (kurs), BI rate dan cadangan devisa, variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan Indeks ISSI penelitian ini menggunakan *return* JII. Model peneliti terdahulu menggunakan regresi linear sementara penelitian ini menggunakan model ARDL. Kemudian data penelitian terdahulu menggunakan dengan rentang tahun yang berbeda.

9. Penelitian oleh Rizaldi Yusfiarto dan Galuh Tri Pambekti dengan judul “Analisis pengaruh variabel makro terhadap *return* indeks saham syariah di Indonesia: studi pada fenomena perang dagang global” dengan menggunakan metode *Vector Autoregression* (VAR) hasil penelitian menunjukkan secara parsial perubahan nilai tukar USD/IDR dan CNY/IDR berpengaruh signifikan terhadap *return* indeks JII. Kemudian harga minyak mentah dunia (WTI) berpengaruh signifikan terhadap *return* JII. Namun inflasi dan minyak mentah ICP tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* JII. Secara simultan variabel nilai tukar USD/IDR, CNY/IDR, minyak mentah WTI, ICP dan inflasi secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *return* JII.¹¹⁰

¹⁰⁹ Andriyani And Budiman, ‘Pengaruh Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, Dan Jumlah Uang Beredar Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia’.

¹¹⁰ Rizaldi Yusfiarto And Galuh Tri Pambekti, ‘Analisis Pengaruh Variabel Makro Terhadap Return Indeks Saham Syariah Di Indonesia : Studi Pada Fenomena Perang Dagang Global’, 02.01 (2020), Pp. 115–34.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, kurs, harga minyak dan harga emas serta variabel dependen nya *return* JII. Perbedaannya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti, *BI rate* dan cadangan devisa serta pada penelitian terdahulu menggunakan kurs CNY dan minyak mentah ICP. Model peneliti terdahulu menggunakan VAR sementara penelitian ini menggunakan model ARDL Kemudian data penelitian terdahulu menggunakan rentang tahun yang berbeda dengan penelitian ini.

10. Penelitian oleh John K.M.Kuwornu dengan judul “*Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Full Information Maximum Likelihood Estimation*” hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara imbal hasil pasar saham dan tiga variabel makroekonomi; indeks harga konsumen (tingkat inflasi), nilai tukar, dan suku bunga obligasi pemerintah jangka pendek tampaknya memengaruhi imbal hasil pasar saham. Indeks harga konsumen (Tingkat inflasi) memiliki pengaruh positif yang signifikan, sedangkan nilai tukar dan suku bunga obligasi pemerintah jangka pendek memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap imbal hasil pasar saham. Di sisi lain, harga minyak mentah tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap imbal hasil saham.¹¹¹

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, nilai tukar (kurs) bunga. Perbedaannya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti cadangan devisa, dan harga emas, *BI 7 days reverse repo rate*, serta variabel

¹¹¹ John K M Kuwornu, ‘Macroeconomic Variables And Stock Market Returns : Full Information Maximum Likelihood Estimation’, *Journal Of Finance And Accounting*, 2.4 (2011), Pp. 49–64.

dependen pada peneliti terdahulu menggunakan *return* indeks saham gabungan pada pasar saham ghana, sementara penelitian ini menggunakan *return* JII. Kemudian data penelitian terdahulu menggunakan data dengan rentang tahun yang berbeda. Model peneliti terdahulu menggunakan APT sementara penelitian ini menggunakan model ARDL.

11. Penelitian oleh Muhammad Aiman Norehan, dan Abdul Ridzuan dengan judul “ *The Impact of Macroeconomics Variables toward Stock Market in Malaysia*” metode yang digunakan yaitu ARDL dengan hasil menunjukkan bahwa hasil dari uji stasioneritas Augmented Dickey-Fuller dan Phillips-Perron menunjukkan bahwa semua variabel tidak stasioner pada tingkat I (o) tetapi stasioner pada perbedaan pertama I (1). Temuan berdasarkan elastisitas jangka panjang menunjukkan bahwa inflasi dan nilai tukar signifikan dan berpengaruh positif terhadap pasar saham di Malaysia. Sementara itu, tabungan domestik dan uang beredar memiliki dampak negatif terhadap pasar saham dalam jangka panjang. Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, nilai tukar (kurs). Model penelitian yang digunakan yaitu ARDL. Perbedaanannya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti cadangan devisa, BI 7 days reverse repo rate, harga minyak dan harga emas serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan objek pada pasar saham di malaysia, sementara penelitian ini menggunakan *return* JII. Kemudian data penelitian terdahulu menggunakan data dengan rentang tahun yang berbeda.¹¹²

¹¹² Muhammad Aiman, Haziq Norehan, And Abdul Rahim Ridzuan, ‘The Impact Of Macroeconomics Variables Toward Stock Market In Malaysia’, 10.1 (2020), Pp. 360–67.

12. Penelitian oleh Della Ayu Anggraeni dan Sobar M. Johari dengan judul “Efek Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Aktual Saham Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2014 -2020” model analisis dalam penelitian ini menggunakan VAR/VECM. Hasil penelitian menunjukkan hasil penelitian menunjukkan bahwa Inflasi, BI Rate, dan Cadangan devisa, tidak berpengaruh signifikan terhadap *return JII* sementara Nilai tukar dan Utang luar negeri Indonesia memiliki pengaruh signifikan terhadap *return JII*.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, BI *rate*, cadangan devisa dan nilai tukar (kurs), dan variabel dependennya menggunakan *return JII*. Perbedaannya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti harga minyak dan harga emas.

Model peneliti terdahulu menggunakan VAR/VECM, sementara penelitian ini menggunakan model ARDL. Kemudian data penelitian terdahulu menggunakan data dengan rentang tahun yang berbeda.¹¹³

¹¹³ Della Ayu Anggraeni And Sobar M Johari, ‘Efek Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Aktual Saham Jakarta Islamic Index (Jii) Periode 2014 - 2020’, 1.3 (2024), Pp. 1–13.

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terkait

No	Identitas Penelitian	Metode penelitian	Hasil Penelitian	Persamaan dan Perbedaan
1.	M. Sabri Abd Majid, dengan judul “ <i>The Short-Run And Long-Run Relationship In Indonesian Islamic Stock Returns</i> ”, <i>Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal of Islamic Economics)</i> (2016),	<i>Autoregressive Distributed Lag</i> (ARDL)	Hasil Penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar efektif riil, jumlah uang beredar, suku bunga pemerintah dan bunga dana federal meningkatkan ukuran prediktabilitas pasar saham Malaysia. Penelitian tersebut menemukan bahwa ketika suku bunga naik baik di dalam negeri maupun internasional, investor muslim akan membeli lebih banyak saham yang sesuai dengan	Persamaan: Variabel independen; suku bunga, kurs dan model penelitiannya yaitu <i>Autoregressive Distributed Lag</i> (ARDL) Perbedaan: variabel independen nya menggunakan variabel jumlah uang beredar, dan suku bunga federal. variabel dependennya yaitu <i>return</i> saham syariah Malaysia

			syariah sehingga meningkatkan harga saham syariah	
2.	Muhammad Rizki dengan judul “Dampak Suku Bunga, Inflasi, Nilai Tukar, dan Cadangan Devisa Terhadap Return IHSG di Bursa Efek Indonesia” <i>Journal of business administration & entrepreneurship</i> Vol.3 No.1 (2021)	Regresi Linear	Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara parsial suku bunga dan inflasi berpengaruh negatif terhadap <i>return</i> IHSG dengan tidak signifikan. Nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>return</i> IHSG dan cadangan devisa berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>return</i> IHSG. Secara simultan inflasi, suku bunga, nilai tukar, dan cadangan devisa	Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya berupa inflasi, suku bunga, nilai tukar, cadangan devisa. Perbedaannya pada variabel independen peneliti terdahulu tidak menggunakan harga minyak dunia dan harga emas dunia serta variabel dependen nya menggunakan <i>return</i> IHSG.

			berpengaruh terhadap <i>return</i> IHSG.	
3.	Zulaiha Fatimah dan Trischa Relanda Putra dengan judul “ <i>Dynamics of the Indonesian Sharia Stock Index and Macroeconomic Factors: An Analysis Using the Vector Error Correction Model (VECM)</i> ” Vol.6, No.3 (2025)	<i>Vector Error Correction Model (VECM)</i>	Penelitian ini menunjukkan bahwa pasokan uang (M2), nilai tukar, dan harga emas berpengaruh signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), sementara suku bunga BI tidak berpengaruh kuat. Dalam jangka pendek, hanya Indeks Produksi Industri (IPI) yang memengaruhi ISSI secara langsung, sedangkan dalam jangka panjang, inflasi dan produksi industri menjadi faktor utama.	Persamaan variabel independen nya serupa menggunakan harga emas, suku bunga, dan nilai tukar (kurs). Perbedaan variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti inflasi, cadangan devisa dan harga minyak serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan Indeks Harga Saham Syariah

4.	Muhammad Sanusi (2020) dengan judul “Pengaruh faktor variabel makro ekonomi terhadap <i>return</i> Indeks Saham Syariah Indonesia” , Tesis Universitas Airlangga (2020)	<i>Vector Error Correction Model (VECM)</i>	Hasil penelitian menjelaskan bahwa harga minyak, <i>return</i> indeks SSE, <i>return</i> indeks Nikkei 225, <i>return</i> DJIM <i>emerging market</i> , <i>return</i> indeks S&P500, berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> ISSI sementara suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> ISSI.	Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan harga minyak dan suku bunga serta menganalisis <i>return</i> indeks saham syariah. Perbedaan yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti inflasi, kurs, BI <i>rate</i> , cadangan devisa, dan harga emas serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan <i>return</i> ISSI, sementara penelitian ini menggunakan <i>return</i> JII. Serta model yang digunakan peneliti terdahulu yaitu VECM sementara penelitian ini
----	---	---	--	--

				menggunakan ARDL.
5.	Syafrina dan Puji, dengan judul penelitian pengaruh variabel makroekonomi terhadap Jakarta Islamic Indeks Periode 2011-2018” Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan, Vol.6 No. 9 (2019)	<i>Vector Error Correction Model (VECM)</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka pendek, Inflasi, Nilai Tukar, Sertifikat Syariah Bank Indonesia, Indeks Produksi Industri, dan Harga Minyak tidak berpengaruh signifikan terhadap Jakarta Islamic Index. Sedangkan dalam jangka panjang, Inflasi, Nilai Tukar, Sertifikat Syariah Bank Indonesia, dan Indeks Produksi Industri berpengaruh signifikan terhadap Jakarta	Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, nilai tukar (kurs) dan harga minyak. Perbedaanya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti BI rate, cadangan devisa, dan harga emas serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan Jakarta <i>Islamic index</i> , sementara penelitian ini menggunakan <i>return JII</i> . Model penelitian yang digunakan peneliti terdahulu VECM sedangkan penelitian ini

			Islamic Index	menggunakan model ARDL
6.	Afvan Aquino Dan Elpa Utari (2021) Dengan Judul Penelitian “Pengaruh Tingkat Inflasi, Suku Bunga dan Nilai Tukar Rupiah terhadap <i>Return Saham Syariah</i> di Bursa Efek Indonesia” Jurnal Daya Saing, Vol. 7 No.1 (2021).	Regresi Linear	Hasil penelitian menunjukkan bahwa Inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham, ditunjukkan oleh nilai t hitung sebesar -0,839 yang lebih kecil dari t tabel 2,00172, serta nilai signifikansi 0,405 yang lebih besar dari α 5%. Artinya, besar kecilnya tingkat inflasi tidak memengaruhi <i>return</i> saham. Suku bunga juga tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham, dengan nilai t hitung 0,745 lebih kecil dari t tabel	Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, suku bunga dan nilai tukar (kurs) Perbedaanya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti <i>BI rate</i> , cadangan devisa, harga minyak dan harga emas serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan <i>return Saham Syariah</i> , sementara penelitian ini menggunakan <i>return</i> JII. Model peneliti terdahulu menggunakan regresi linear sementara

			2,00172 dan nilai signifikansi 0,460 lebih besar dari α 5%, sehingga tinggi rendahnya suku bunga tidak memengaruhi <i>return</i> saham. Nilai tukar rupiah terhadap dolar AS pun tidak berpengaruh signifikan, terlihat dari nilai <i>t</i> hitung - 0,393 yang lebih kecil dari <i>t</i> tabel 2,00172 dan nilai signifikansi 0,696 yang lebih besar dari α 5%. Dengan demikian, ketiga variabel inflasi, suku bunga, dan nilai tukar tidak memiliki pengaruh	penelitian ini menggunakan model ARDL. Kemudian data penelitian menggunakan data rentang tahun yang berbeda.
--	--	--	---	---

			signifikan terhadap <i>return</i> saham.	
7.	Rike Desitania (2021) dengan judul “Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap <i>Return</i> Saham Kelompok Sektoral yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia” Jurnal Ilmu Manajemen dan Bisnis Vol. 12, No. 2 (2021).	Analisis data panel	Berdasarkan hasil pengolahan regresi data panel, dengan menggunakan pendekatan random effect model, hasil uji F menemukan bahwa Nilai tukar rupiah , Inflasi , Harga minyak dunia , dan Suku Bunga secara simultan berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi dinyatakan fit atau layak sebagai model penelitian. Berdasarkan hasil Uji t, dalam penelitian ini ditemukan bahwa Nilai	Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, nilai tukar (kurs), harga minyak, dan suku bunga Perbedaanya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti cadangan devisa, dan harga emas serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan <i>return</i> saham pada kelompok sektoral, sementara penelitian ini menggunakan <i>return</i> JII.

			tukar rupiah, Inflasi, dan Suku Bunga secara simultan berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham dan harga minyak dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham.	
8.	Violita dan Septian dengan judul “Pengaruh harga minyak dunia, harga emas dunia, dan jumlah uang beredar terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia” Prosiding Sarjana Akuntansi Tugas Akhir	Regresi linear	Hasil penelitian menunjukkan secara parsial jumlah uang beredar berpengaruh positif signifikan terhadap ISSI sementara harga emas dunia dan harga minyak dunia berpengaruh negatif signifikan terhadap ISSI. Secara simultan jumlah uang beredar, harga	Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan harga minyak dan harga emas. Perbedaanya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti inflasi, nilai tukar (kurs), BI <i>rate</i> dan cadangan devisa, variabel dependen

	Secara Berkala, Vol. 1 No. 1 (2021)		emas dunia dan harga minyak dunia berpengaruh terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) pada sektor industri dan barang konsumsi dengan nilai koefisien determinasi sebesar 41,1 %.	pada peneliti terdahulu menggunakan Indeks ISSI penelitian ini menggunakan <i>return</i> JII. Model peneliti terdahulu menggunakan regresi linear sementara penelitian ini menggunakan model ARDL. Kemudian data penelitian terdahulu menggunakan dengan rentang tahun yang berbeda.
9.	Rizaldi Yusfiarto dan Galuh Tri Pambekti dengan judul “Analisis pengaruh variabel makro terhadap <i>return</i> indeks saham syariah di Indonesia: studi pada	<i>Vector Autoregression</i> (VAR)	Hasil penelitian menunjukkan secara parsial perubahan nilai tukar USD/IDR dan CNY/IDR berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> indeks JII. Kemudian harga minyak mentah dunia (WTI) berpengaruh signifikan	Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, kurs, harga minyak dan harga emas serta variabel dependen nya <i>return</i> JII. Perbedaanya yaitu terletak pada beberapa variabel independen

	fenomena perang dagang global” Jurnal Akuntansi dan Keuangan Islam, Vol. 2 No.1 (2020)		terhadap <i>return</i> JII. Namun inflasi dan minyak mentah ICP tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> JII. Secara simultan variabel nilai tukar USD/IDR, CNY/IDR, minyak mentah WTI, ICP dan inflasi secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> JII.	lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti, BI <i>rate</i> dan cadangan devisa serta pada penelitian terdahulu menggunakan kurs CNY dan minyak mentah ICP. Model peneliti terdahulu menggunakan VAR sementara penelitian ini menggunakan model ARDL Kemudian data penelitian terdahulu menggunakan rentang tahun yang berbeda dengan penelitian ini.
10.	John K.M.Kuwarno dengan judul “ <i>Macroeconomic Variables and Stock Market Returns: Full Informatio</i>	Model <i>Arbitrage Pricing Theory</i> (APT)	Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara imbal hasil pasar saham dan tiga variabel makroekonomi	Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independennya serupa menggunakan inflasi, nilai tukar (kurs) bunga. Perbedaannya yaitu terletak pada

	<i>n</i> <i>Maximum Likelihood Estimation</i> , Research Journal of Finance and Accountin g, Vol.2 No.4, (2011)		mi; indeks harga konsumen (tingkat inflasi), nilai tukar, dan suku bunga obligasi pemerintah jangka pendek tampaknya memengaruhi imbal hasil pasar saham. Indeks harga konsumen (Tingkat inflasi) memiliki pengaruh positif yang signifikan, sedangkan nilai tukar dan suku bunga obligasi pemerintah jangka pendek memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap imbal hasil pasar saham. Di sisi lain, harga minyak	beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti cadangan devisa, dan harga emas, BI 7 days <i>reverse repo rate</i>, serta variabel dependen pada peneliti terdahulu menggunakan <i>return</i> indeks saham gabungan pada pasar saham ghana.
--	--	--	---	---

			mentah tampaknya tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap imbal hasil saham.	
11.	Muhammad Aiman Haziq Norehan dan Abdul Rahim Ridzuan dengan judul “ <i>The Impact of Macroeconomics Variables toward Stock Market in Malaysia</i> ” international journal of academic research in accounting , finance and management sciences Vol.10, No.1	<i>Autoregressive Distributed Lag (ARDL)</i>	Hasil jangka panjang menunjukkan bahwa inflasi dan nilai tukar signifikan dan berpengaruh positif terhadap pasar saham di Malaysia. Sementara itu, tabungan domestik dan uang beredar memiliki dampak negatif terhadap pasar saham dalam jangka panjang.	Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, nilai tukar (kurs). Model penelitian yang digunakan yaitu ARDL. Perbedaannya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti cadangan devisa, BI 7 days reverse repo rate, harga minyak dan harga emas serta variabel dependen pada peneliti terdahulu

	(2020)			menggunakan objek pada pasar saham di malaysia.
12.	Della Ayu Anggraeni dan Sobar M. Johari dengan judul “Efek Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Aktual Saham Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2014 - 2020” <i>Journal of Business and Halal Industry</i>, Vol.1, No.3 (2024)	VAR/VECM	Hasil penelitian menunjukkan bahwa Inflasi, BI Rate, dan Cadangan devisa, tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> JII sementara Nilai tukar dan Utang luar negeri Indonesia memiliki pengaruh signifikan terhadap <i>return</i> JII.	Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian yang sedang dilakukan yaitu variabel independen nya serupa menggunakan inflasi, BI <i>rate</i>, cadangan devisa dan nilai tukar (kurs), dan variabel dependennya menggunakan <i>return</i> JII. Perbedaan nya yaitu terletak pada beberapa variabel independen lainnya yang tidak digunakan dalam penelitian tersebut seperti harga minyak dan harga emas. Model peneliti terdahulu menggunakan VAR/VECM, sementara penelitian ini menggunakan model ARDL. Kemudian data

				penelitian terdahulu menggunakan data dengan rentang tahun yang berbeda.
--	--	--	--	--

2.5 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran disusun untuk menggambarkan alur logika dalam menelaah realitas empiris secara sistematis. Tujuannya untuk memperjelas variabel penelitian sehingga indikator pengukurannya dapat diuraikan secara konkret.¹¹⁴

2.5.1 Keterkaitan Antara Return Indeks Saham Dengan Makro Ekonomi Domestik

Beberapa penelitian terdahulu yang membahas terkait hubungan antara variabel makroekonomi domestik terhadap *return* indeks saham. Seperti penelitian Della Anggraeni dan Sobar Johari¹¹⁵ yang menyatakan hasil bahwa inflasi, *BI rate* dan cadangan devisa tidak berpengaruh signifikan terhadap *return*, sementara nilai tukar IDR/USD dan hutang luar negeri memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* JII. Pada analisis *variance decomposition* kontribusi *shock* yang paling besar yang mempengaruhi *return* JII yaitu variable inflasi senilai 20%, kemudian yang paling rendah kontribusi *shock* yaitu dipengaruhi oleh nilai tukar IDR/USD sebesar 3/%. Oleh karena itu, perlu adanya kebijakan pemerintah untuk menekan laju inflasi untuk mencapai kestabilan ekonomi yang akan berdampak pada investor saham. Menurut penelitian Muahammad Rizki¹¹⁶ hasil penelitian menguraikan bahwa inflasi, dan suku bunga memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap *return* IHSG, lalu nilai tukar berpengaruh

¹¹⁴ Azharsyah Ibrahim, *Metodologi Penelitian Ekonomi Dan Bisnis Islam* (Arraniry Press, 2021).

¹¹⁵ Anggraeni And Johari, 'Efek Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Aktual Saham Jakarta Islamic Index (Jii) Periode 2014 -2020'.

¹¹⁶ Rizki, 'Dampak Suku Bunga, Inflasi, Nilai Tukar, Dan Cadangan Devisa Terhadap Return Ihsg Di Bursa Efek Indonesia'.

negatif signifikan terhadap *return* IHSG dan hanya cadangan devisa yang berpengaruh positif terhadap *return* IHSG.

2.5.2 Keterkaitan Antara Return Indeks Saham Dengan Makro Ekonomi Global

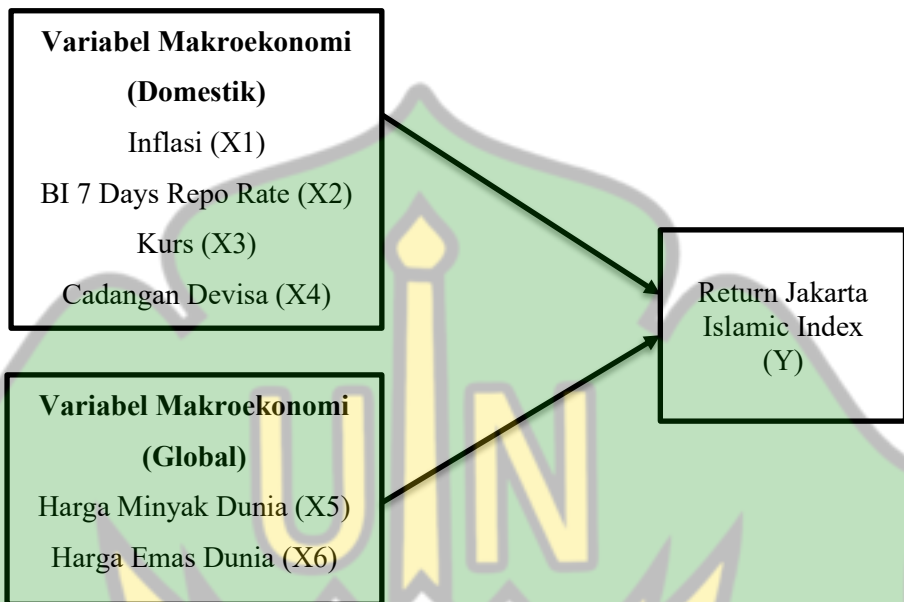
Hubungan antara variabel makroekonomi global terhadap *return* indeks saham, seperti harga komoditas yaitu harga minyak dan harga emas yang mempengaruhi *return* indeks saham telah dibahas dalam beberapa studi yaitu seperti penelitian yang dilakukan oleh Muhammad Shahab, dkk¹¹⁷ mengemukakan bahwa bursak efek Pakistan (PSX) sangat dipengaruhi oleh fluktuasi harga komoditas global, khususnya minyak dan emas. Karena ketergantungan tinggi Pakistan terhadap impor minyak dan pentingnya emas secara sosio-ekonomi. Hasil menunjukkan bahwa harga minyak secara signifikan mempengaruhi *return* PSX dan harga emas menunjukkan hubungan jangka panjang yang lebih lemah dan stabil.

Namun berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Muhammad Baig, dkk¹¹⁸ hasil mengemukakan bahwa harga minyak dan harga emas tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap *return* KSE100 dalam jangka panjang. Perbedaan hasil tersebut menunjukkan perspektif dinamis antara hubungan faktor makroekonomi global terhadap *return* indeks saham.

¹¹⁷ Muhammad Shahab, 'Relationship Between Oil Prices, Gold Prices, And Stock Returns: Evidence From Pakistan Stock Exchange', *Advance Social Science Archive Journal*, 03.02 (2025), Pp. 756–69.

¹¹⁸ Muhammad Mansoor Baig, Muhammad Shahbaz, And Muhammad Imran, 'Relationship Between Gold And Oil Prices And Stock Market Returns Literature Review', 9.5 (2013), Pp. 28–39.

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran



2.6 Hipotesis Penelitian

1. H_1 : Inflasi berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).
 H_{01} : Inflasi tidak berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).
2. H_2 : BI *rate* berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).
 H_{02} : BI *rate* tidak berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).
3. H_3 : Kurs berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).

- H₀₃ : Kurs tidak berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).
4. H₄ : Cadangan Devisa berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).
- H₀₄ : Cadangan Devisa tidak berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).
5. H₅ : Harga Minyak Dunia berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).
- H₀₅ : Harga Minyak Dunia tidak berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).
6. H₆ : Harga Emas Dunia berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).
- H₀₆ : Harga Emas Dunia tidak berpengaruh dalam jangka pendek dan jangka panjang terhadap *return Jakarta Islamic Index* (JII).

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan oleh peneliti adalah jenis penelitian kuantitatif dengan desain asosiatif/ keterkaitan hubungan antarvariabel. Variabel yang digunakan untuk memprediksi *return* JII dibatasi pada faktor makroekonomi domestik yang terdiri dari Inflasi, *BI Rate*, kurs, cadangan devisa. Kemudian faktor makroekonomi global yang dalam hal ini diproksikan oleh harga minyak dunia dan harga emas dunia. Data yang dikumpulkan oleh peneliti yaitu data bulanan dari 2015 sampai pada tahun 2025, maka dapat disimpulkan bahwa penelitian ini dilaksanakan dengan menggunakan data deret waktu (*time series*).

3.2 Jenis dan Sumber Data

Jenis data penelitian ialah menggunakan data sekunder yaitu data bulanan dari *return* Jakarta *Islamic Indeks* (JII). fokus utama dari penelitian ini ialah menganalisis sejauh mana variabel dependen dapat berpengaruh terhadap variabel independen atau *return* JII pada Pasar Modal di Indonesia. Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini ialah:

1. Data *return* JII di Indonesia dalam satuan persen diambil dari, Bursa Efek Indonesia dan *yahoo finance* data bulanan dari tahun 2015-2025.
2. Data jumlah inflasi di Indonesia dalam satuan % (persen) diambil dari BPS (Badan Pusat Statistik) tahun 2015-2025.
3. Data jumlah *BI Rate* di Indonesia dalam satuan % (persen) data Kurs terhadap dollar dalam satuan juta (IDR/USD) dan data cadangan devisa di Indonesia dalam satuan miliar USD diambil dari Bank Indonesia data bulanan tahun 2015-2025.
4. Data jumlah harga minyak dunia dalam satuan barel diambil dari *world bank commodity markets* dan data jumlah harga emas dunia dalam satuan *Troy Ounce* (Oz) diambil dari COMEX dan *investing* Indonesia tahun 2015-2025.

3.3 Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel yang terdiri dari 2 jenis yaitu variabel terikat (dependen) dan variabel bebas (Independen). Adapun variabel terikat (dependen) ialah *return* JII di Pasar Modal Indonesia sementara untuk variabel bebas (independen) ialah *inflasi*, *BI rate*, kurs, cadangan devisa, harga minyak dunia, dan harga emas dunia.

3.4 Definisi Operasional Variabel

Berdasarkan judul penelitian Pemodelan *Return* Indeks Saham Syariah di Pasar Modal Indonesia, maka definisi operasional variabelnya sebagai berikut:

Tabel 3.1
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Satuan
1.	Return JII	Tingkat keuntungan (atau kerugian) yang diperoleh dari perubahan nilai Jakarta Islamic Index (JII) dalam suatu periode tertentu.	Dinyatakan dalam satuan persen
2.	Inflasi	Merupakan suatu peristiwa kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan terus-menerus pada suatu periode dan waktu tertentu.	Dinyatakan dalam satuan persen
3.	BI rate	Adalah suku bunga kebijakan acuan Bank Indonesia yang mencerminkan sikap kebijakan moneter dan digunakan sebagai dasar terhadap pergerakan suku bunga pada perbankan dan pasar uang.	Dinyatakan dalam persen
4.	Kurs	Merupakan harga suatu	Dinyatakan

		mata uang terhadap mata uang lainnya.	dalam IDR/USD
5.	Cadangan Devisa	Merupakan aset luar negeri yang dimiliki dan dikuasai oleh otoritas moneter.	Dinyatakan dalam juta USD
6.	Harga Minyak Dunia	Adalah harga pasar internasional minyak mentah	Dinyatakan dalam USD/Barrel
7.	Harga Emas Dunia	Adalah harga pasar internasional emas per <i>troy ounce</i> .	Dinyatakan dalam Troy Ounce

3.5 Model Penelitian

Pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan *software eviews 14* dengan runtutan pengujian pertama kali yaitu uji stasioner untuk melihat data stasioner pada tingkat level, *first difference*, atau *second difference*, sehingga menjadi langkah awal penentuan model yang akan dipilih selanjutnya. Setelah melakukan uji stasioner dengan perbedaan tingkat diferensiasi agar data menjadi stasioner, lalu melakukan uji stasioner dan dilanjutkan dengan uji stabilitas, maka model terbaik yang digunakan dalam penelitian ini adalah model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL). Berikut persamaan dari model ARDL yang berasal dari Pesaran dan Shin:¹¹⁹

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 t + \sum_{i=1}^p \phi_i y_{t-i} + \beta' x_t + \sum_{i=0}^{q-1} \beta_i^* \Delta x_{t-1} + u_t \dots \dots \dots (3.1)$$

Keterangan:

- y_t = Variabel dependen pada periode ke- t
 α_0 = Konstanta (intercept)
 $\alpha_1 t$ = Komponen tren waktu (*time trend*)

¹¹⁹ M. Hashem Pesaran and Yongcheol Shin, *An Autoregressive Distributed-Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis*, *Econometric Society Monograph*, Cambridge Working Papers In Economics, 1997.

t	= Indeks waktu
$\sum_{i=1}^p \phi_i y_t - i$	= Komponen autoregressive (AR)
p	= Panjang lag (lag order) pada variabel dependen
ϕ_i	= Koefisien autoregressive
$\beta' x_t$	= Komponen hubungan jangka panjang (<i>long-run relationship</i>)
x_t	= Vektor variabel independen pada periode ke- t
$\sum_{i=0}^{q-1} \beta_i^* \Delta x_{t-1}$	= Komponen perubahan (<i>first difference</i>)
q	= Panjang lag pada variabel independen
β_i^*	= Koefisien jangka pendek
Δ	= Operator diferensi pertama (<i>first difference</i>)
u_t	= Komponen galat (<i>error term</i>)

Atau dapat ditulis sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 RJII = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \phi_i RJII_{t-i} + \sum_{j=0}^{q_1} \beta_j INF_{t-j} + \\
 & \sum_{k=0}^{q_2} \beta_k BIR_{t-k} + \sum_{l=0}^{q_3} \beta_l LKURS_{t-l} + \sum_{m=0}^{q_4} \beta_m LCD_{t-m} + \\
 & \sum_{n=0}^{q_5} \beta_n LHMD_{t-n} + \sum_{o=0}^{q_6} \beta_o LHED_{t-o} + \\
 & \varepsilon_t \dots\dots\dots(3.2)
 \end{aligned}$$

Persamaan model dengan lag terpilih yaitu 1,1,0,1,1,1,0:

$$\begin{aligned}
 RJII = & \alpha_0 + \phi_1 RJII_{t-1} + \beta_0 INF_t + \beta_1 INF_{t-1} + \beta_0 BIR_t + \\
 & \beta_0 LKURS_t + \beta_1 LKURS_{t-1} + \beta_0 LCD_t + \beta_1 LCD_{t-1} + \beta_0 LHMD_t + \\
 & \beta_1 LHMD_{t-1} + \beta_0 LHED_t + \dots\dots\dots(3.3) \\
 & \varepsilon_t \dots\dots\dots
 \end{aligned}$$

Keterangan:

RJII	= <i>Return jakarta islamic index</i>
INF	= Tingkat inflasi
BIR	= <i>BI rate</i>
LKURS	= Logaritma nilai tukar rupiah terhadap dolar AS
LCD	= Logaritma Cadangan devisa
LHMD	= Logaritma harga minyak dunia
LHED	= Logaritma harga emas dunia

$t-1$ = Periode sebelumnya

ε_t = error term

Persamaan *bound test* menurut Pesaran, Shin dan Smith:¹²⁰

$$\begin{aligned} \Delta RJII_t = & c_0 + \pi_1 RJII_{t-1} + \pi_1 INF_{t-1} - \pi_3 BIR_{t-1} + \\ & \pi_4 KURS_{t-1} + \pi_5 LCD_{t-1} + \pi_6 LHMD_{t-1} + \pi_7 LHED_{t-1} + \\ & \sum \psi_i \Delta RJII_{t-i} + \sum \delta'_i \Delta X_{t-i} + \\ & \varepsilon_t \dots \dots \dots (3.4) \end{aligned}$$

Keterangan:

$\Delta RJII_t$ = Perubahan *return* JII pada periode t

$RJII_{t-1}$ = *return* JII pada periode $t-1$

X_{t-1} = Variabel independen pada periode t

$\pi_{1,\dots,7}$ = Koefisien variabel independen pada periode $t-1$

Δ = Operator perubahan (*first difference*)

Ψ_i = Koefisien perubahan RJII pada lag ke- i

δ_i = Koefisien perubahan variabel independen pada lag ke- i

Persamaan model dalam jangka panjang, ECT, dan jangka pendek yang berasal dari Kripfganz dan Schneider sebagai berikut:¹²¹

Persamaan jangka panjang:

$$\begin{aligned} RJII_t = & \theta_0 + \theta_1 INF_t + \theta_2 BIR_t + \theta_3 LKURS_t + \theta_4 LCD_t + \\ & \theta_5 LHMD_t + \theta_6 LHED_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots (3.5) \end{aligned}$$

Keterangan:

θ = Konstanta jangka panjang

$\theta = \theta_1, \dots, \theta_6$ (koefisien jangka panjang masing-masing variabel)

¹²⁰ Pesaran. M Hashem and Dkk, 'Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationship', *Journal Of Applied Econometrics*, 16.3 (2001), pp. 289–326.

¹²¹ Sebastian Kripfganz and Daniel C. Schneider, 'Ardl: Estimating Autoregressive Distributed Lag and Equilibrium Correction Models', *Stata Journal*, 23.4 (2023), pp. 983–1019.

Adapun persamaan *Error Correction Term* (ECT) sebagai berikut:

$$ECT_{(t-1)} = RJII_{t-1} - \theta' X_{t-1} \dots \dots \dots (3.6)$$

Keterangan:

ECT_{t-1} = *Error Correction Term* pada periode sebelumnya

$RJII_{t-1}$ = *Return JII* pada periode sebelumnya

$\theta' X_{t-1}$ = Nilai keseimbangan jangka panjang yang diperkirakan berdasarkan variabel independen

Kemudian pada persamaan jangka pendek yaitu:

$$\begin{aligned} \Delta RJII_t = & c_0 - \alpha (RJII_{t-1} - \theta_0 - \theta_1 INF_t - \theta_2 BIR_t + \\ & \theta_3 KURS_t - \theta_4 LCD_t + \theta_5 LHMD_t - \theta_6 LHED_t) + \omega_1 \Delta INF_t + \\ & \omega_2 \Delta BIR_t + \omega_3 \Delta LKURS_t + \omega_4 \Delta LCD_t + \omega_5 \Delta LHMD_t + \\ & \omega_6 \Delta LHED_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots (3.7) \end{aligned}$$

Keterangan:

$\Delta RJII_t$ = Perubahan *return JII* pada periode t

C_0 = Konstanta

θ_0 = Konstanta hubungan jangka panjang

$\theta_1, \dots, \theta_6$ = Koefisien jangka panjang pada variabel independen

ΔX_t = Perubahan variabel independen pada periode t

ω_i = Koefisien efek jangka pendek masing-masing variabel

3.6 Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan masih dalam proses penentuan sesuai dengan karakteristik variabel penelitian. Beberapa pendekatan yang relevan digunakan untuk menganalisis hubungan dinamis antar variabel *time series* yaitu: *Vector Autoregression* (VAR), *Vector Error Correction Model* (VECM), *Autoregressive*

Distributed Lag (ARDL). Pemilihan model akhir akan ditetapkan setelah dilakukan pengujian sifat data, seperti uji stasioneritas, dan uji kointegrasi sehingga metode yang digunakan sesuai dengan tujuan penelitian.¹²² Setelah melakukan beberapa pengujian sebagai langkah awal dalam analisis pada penelitian ini, maka pendekatan terbaik yang digunakan peneliti adalah pendekatan *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL).

3.7 Uji Stasioneritas

Stasioneritas adalah kondisi ketika data *time series* memiliki lag dalam *mean*, varian, dan *covarian* tidak dipengaruhi oleh waktu atau tren. Ketika data dengan lag dapat dipengaruhi oleh tren dan waktu maka data tersebut tidak stasioner. Apabila data tidak stasioner maka akibatnya akan sulit melakukan generalisasi temuan, karena ada pengaruh waktu yang tidak sama tren tiap waktunya terhadap karakter dari tiap datanya. Hasil analisis yang menunjukkan data tidak stasioner maka hasilnya akan diragukan. Untuk menguji stasioneritas dapat dilakukan dengan beberapa metode yaitu metode grafik, metode *correlogram*, dan metode *unit root test*. Pada metode *unit root test* terdapat beberapa pengujian antara lain uji *Dickey Fuller* (DF), uji *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dan uji dan uji *Phillips-Perron*.¹²³ Dalam penelitian ini menggunakan dua uji pada *unit root test* yaitu uji *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dan uji dan uji *Phillips-Perron*. Uji *Phillips-Perron* memiliki masalah distorsi ukuran yang lebih serius daripada uji ADF. Uji *Phillips-Perron* menggunakan nilai sebenarnya dari varians jangka pendek dan jangka panjang, uji koefisien *Phillips-Perron* lebih kuat daripada uji ADF ketika terdapat korelasi positif dalam kesalahan.¹²⁴ Maka dari itu, peneliti mengambil dua model uji untuk melihat perbedaan hasil stasioner agar hasil uji lebih valid dan reliabel.

¹²² Wahyudi Setyo Tri and Dkk, *Aplikasi Dan Pemodelan Ekonometrika* (Rajawali pers, 2025).

¹²³ Tri And Dkk, *Aplikasi Dan Pemodelan Ekonometrika*.

¹²⁴ In Choi, *Almost All About Unit Roots (Foundations, Developments, and Applications)* (Cambridge University Press, 2015).

3.8 Uji Lag Optimal (*Lag Length Selection*)

Uji lag dilakukan untuk melihat reaksi dan hubungan masing-masing variabel. Penentuan panjang lag sangat penting, dikarenakan jika lag terlalu pendek maka residual pada regresi tidak menampilkan *white noise* sehingga model tidak dapat memprediksi kesalahan secara valid. Namun ketika pemilihan lag terlalu panjang maka akan mengurangi derajat kebebasan dikarenakan banyak ukuran tambahan, akibatnya model tidak dapat menjelaskan secara efektif hubungan antar variabel. Oleh karena itu pentingnya memilih lag yang sesuai agar menghasilkan residual gaussian yang tidak memiliki masalah autokolerasi dan heteroskedastisitas. Tujuan dari lag optimal yaitu menghilangkan autokolerasi pada sistem VAR yang menggunakan beberapa standar seperti Akaike Information Standar (AIC), Schwarz Information Standard (SIC), Hannan-Quinn Standard (HQ) dan kesalahan prediksi akhir (FPE). Kriteria dalam penentuan uji lag optimal yaitu berdasarkan lag yang memiliki kriteria (*) paling dominan. Apabila lebih dari satu kriteria yang memiliki tanda tersebut maka bisa dilihat dari nilai $\text{adjusted } R^2$ tertinggi.

3.9 *Autoregressive Distributed Lag (ARDL)*

ARDL merupakan sebuah teknik untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara variabel dengan menggunakan data *time series*. ARDL diterapkan apabila terdapat perpaduan variabel yang stasioner pada tingkat level dan *first difference*. Model ini menginput variabel periode lalu baik itu variabel independen maupun dependen pada periode lalu. Pada keadaan konstan, sangat sulit ditemukan ketergantungan antara variabel terikat terhadap variabel bebas. Biasanya variabel bebas merespon variabel terikat dengan jeda waktu tertentu hal ini disebut dengan lag (kelambanan). Uji kesesuaian model ARDL harus melalui uji normalitas, uji heteroskedastisitas dan uji autokolerasi agar model yang diterapkan telah sesuai dengan data yang di analisis.

3.10 ARDL ECM (*Error Correction Model*)

Error Correction Model (ECM) merupakan model pengembangan dari model ARDL yang dirancang khusus untuk menganalisis hubungan jangka panjang dan jangka pendek antar variabel. Model tersebut mensyaratkan adanya *error correction term* sehingga model dapat menunjukkan tingkat koreksi variabel dependen dalam mengembalikan keseimbangan jangka panjang setelah *shock* jangka pendek.¹²⁵ Dalam bentuk ECM terdapat koefisien *speed of adjustment* yang menunjukkan seberapa cepat variabel dependen menyesuaikan diri kembali menuju keseimbangan jangka panjang setelah terjadi penyesuaian dengan jangka pendek. Koefisien *speed of adjustment* disebut dengan *Error Correction Term* (ECT). Dalam *output* ECM, koefisien yang bernilai negatif dan signifikan secara statistik maka menunjukkan bahwa terdapat mekanisme penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang. Hal tersebut ditunjukkan juga, apabila semakin besar nilai absolut koefisien ECT maka proses penyesuaian menuju keseimbangan semakin cepat.¹²⁶

3.11 Model ARDL *Bounds Test*

ARDL *bounds test* bertujuan untuk melihat hubungan jangka panjang antara variabel independen dan dependen. Penilaian dalam model ini juga melihat signifikansi koefisien jangka panjang pada ARDL, sehingga hasilnya dapat membantu untuk menentukan hubungan tersebut terdapat dalam jangka panjang atau jangka pendek.¹²⁷ Pendekatan *bound test* dilakukan untuk menguji keberadaan hubungan level ketika orde integrasi variabel tidak

¹²⁵ Ahmad Suminto and Miftahul Huda, *Ekonometrika Dasar : Seri Analisis Regresi Linier, Regresi Data Panel, ECM, VAR/VECM Dan ARDL* (Madza Media, 2025).

¹²⁶ Kripfganz and Schneider, 'Ardl: Estimating Autoregressive Distributed Lag and Equilibrium Correction Models'.

¹²⁷ Suminto and Huda, *Ekonometrika Dasar : Seri Analisis Regresi Linier, Regresi Data Panel, ECM, VAR/VECM Dan ARDL*.

diketahui secara pasti pada $l(0)$ atau $l(1)$. Pengujian tersebut berdasarkan f dan t terhadap koefisien variabel yang berada pada tingkat level dalam model *equilibrium correction*. Pada tahap pertama *bound test* yaitu pengujian hipotesis bersama terhadap koefisien variabel dan konstanta yang dibatasi. Adapun hipotesis yang digunakan yaitu:

$$H_0 : (\pi_y = 0) \cap (\pi_x = 0) \cap c_0 = 0$$

$$H_1 : (\pi_y \neq 0) \cap (\pi_x \neq 0) \cap c_0 \neq 0$$

Dalam penelitian ini y_t merupakan RJII, sedangkan x_t merupakan variabel independen yang terdiri dari INF, BIR, LKURS, LCD, LHMD dan LHED. Secara substantif, H_0 menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan jangka panjang antara RJII dan variabel independen, Sementara H_1 menunjukkan terdapat hubungan jangka panjang antara RJII dan variabel independen. Pengambilan keputusan di dasarkan pada membandingkan nilai F-statistic dengan nilai kritis *lower bound* $l(0)$ dan *upper bound* $l(1)$. Ketika nilai F-statistic lebih besar daripada *upper bound* $l(1)$, maka terdapat hubungan jangka panjang dan H_0 ditolak. Kemudian jika F-statistic lebih kecil dari *lower bound* $l(0)$ maka tidak terdapat hubungan jangka panjang dan H_0 diterima, dan jika nilai f-statistic berada di antara *lower bound* $l(0)$ dan *upper bound* $l(1)$ maka hasil pengujian bersifat tidak konklusif.¹²⁸

3.12 Uji Diagnostik Model

Uji diagnostik model merupakan langkah yang dilakukan setelah melewati model ekonometrik, tujuan daripada penggunaan analisis ARDL juga harus menguji apakah model tersebut andal, valid serta memenuhi asumsi dasar. Adapun uji diagnostik model meliputi susunan uji asumsi klasik seperti uji normalitas, uji heteroskedastisitas, uji autokolerasi, serta uji stabilitas model dengan menggunakan CUSUM dan CUSUMQ.

¹²⁸ Hashem and Dkk, 'Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationship'.

Tujuan dari uji diagnostik model antara lain:¹²⁹

1. Untuk memastikan asumsi klasik sudah terpenuhi.
2. Untuk melihat potensi masalah dalam estimasi model.
3. Untuk menilai kualitas residual.
4. Untuk mengevaluasi stabilitas model sepanjang waktu

Adapun ukuran dari *Cumulative Sum Of Recursive Residuals* (CUSUM) dilihat dari total dari jumlah *recursive residual*. Nilai total dari *recursive residual* dan digambarkan dengan batas signifikansi sebesar 5%.¹³⁰ Pengujian dilakukan dengan melihat garis Cusum dan batas kritis pada tingkat signifikansi, model dapat dikatakan stabil jika garis Cusum berada di dalam batas signifikan 5% selama periode pengamatan, namun jika keluar dari batas signifikansi, maka model tersebut dapat dinyatakan tidak stabil dalam parameter model. Uji *Cumulative Sum Of Squares Of Recursive Residuals* (CUSUMQ) juga sama dengan Cusum, namun Cusumq menggunakan jumlah kumulatif kuadrat dari *recursive residuals*, sehingga pengamatan lebih sensitif terhadap perubahan besar pada residual selama periode pengamatan.¹³¹

¹²⁹*Ibid.*

¹³⁰ Agus Widarjono, *Ekonometrika (Pengantar Dan Aplikasinya Disertai Panduan Eviews)*, 5th edn (UPP STIM YKPN, 2013).

¹³¹ R. L. Brown and Dkk, 'Techniques for Testing the Constancy of Regression Relationships Over Time', *Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology*, 37.2 (1975), pp. 149–63, doi:x.

BAB IV PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Penelitian

Peluncuran *Jakarta Islamic index* dimulai sejak tahun 2000 yang didasarkan oleh wujud dari langkah perkembangan Bursa Efek Indonesia dengan mengeluarkan produk syariah. Tujuan dari terbentuknya indeks JII sebagai panduan investor dalam menyimpan asetnya dengan berdasarkan prinsip syariah. Indeks JII dijadikan sebagai tolak ukur kinerja perusahaan saham syariah dan menjadi Indikator penting bagi para investor yang ingin berinvestasi dengan prinsip syariah, serta menjadi ukuran dalam penilaian pasar modal nasional.¹³² Perkembangan investasi di Indonesia dan ditunjukkan oleh semakin baiknya kinerja Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), LQ45, *Jakarta Islamic Index* (JII), dan Indeks Harga Saham Syariah Indonesia (ISSI). Realisasi investasi naik hingga 2,7% dengan pencapaian Rp. 465,2 triliun pada triwulan I tahun 2025 dan meningkat signifikan mencapai 15,9% dibandingkan periode triwulan IV tahun 2024 sehingga realisasi investasi pada tahun 2025 mencapai Rp 1.905,6 triliun.¹³³ Tujuan dalam berinvestasi yaitu untuk mendapatkan profit/keuntungan.

Perolehan keuntungan berasal dari dividen ataupun dari harga saham tersebut (*capital gain*).¹³⁴ Pertumbuhan investasi tersebut juga akan berdampak pada semakin tinggi kepercayaan investor terhadap pasar modal Indonesia, termasuk pasar modal syariah. Investasi pada pasar modal konvensional maupun syariah. Tujuan dalam berinvestasi yaitu untuk mendapatkan profit/keuntungan.

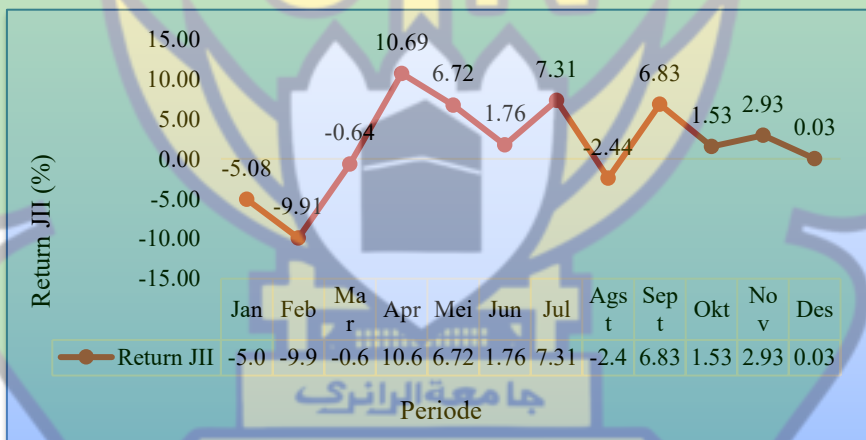
¹³² IDX, *Islamic Stock Index*, 2026 <<https://www.idx.id/en/idx-islamic/islamic-stock-index/>>.

¹³³ Humas Kementerian Investasi Dan Hilirisasi/BKPM, 'Di Tengah Gejolak Ekonomi Global, Investasi RI Q1-2025 Tumbuh 15,9 %', 29 April, 2025 <<https://www.bkpm.go.id/id/info/siaran-pers/di-tengah-gejolak-ekonomi-global-investasi-ri-q1-2025-tumbuh-15-9>>.

¹³⁴ Dewi Rahmawati, 'AKUNTANSI: Jurnal Akuntansi Integratif', *Akuntansi Integratif*, 5.2 (2019).

Perolehan keuntungan berasal dari dividen ataupun dari harga saham tersebut (*capital gain*).¹³⁵ Pada keputusan investasi, hal mendasar yang perlu diketahui yaitu hubungan antara risiko dan *return* yang diharapkan pada suatu investasi. Hubungan risiko dan *return* merupakan hubungan linear dan searah yang dimaksudkan pada semakin besar *return* yang diharapkan, semakin besar pula risiko yang didapatkan.¹³⁶ Risiko yang terjadi di pasar secara menyeluruh dapat mempengaruhi variasi *return*. Perubahan indeks pasar saham dapat mengendalikan keuntungan pada investasi yang dilakukan. *Return* perusahaan-perusahaan yang terhimpun di dalam *Jakarta Islamic Index* mengalami tren yang fluktuatif sehingga turut berdampak pada pergerakan indeks saham.¹³⁷ Berikut ini merupakan grafik *return Jakarta Islamic Index* tahun 2025 dalam bentuk bulanan.

Gambar 4.1 Return Jakarta Islamic Index Tahun 2025



Sumber: Yahoo Finance (2025)

¹³⁵ Rahmawati, 'AKUNTANSI : Jurnal Akuntansi Integratif'.

¹³⁶ Izmuiddin and Awaluddin, *Indeks Saham Syariah Di Pasar Modal (Analisis Investasi Di Bursa Efek Indonesia)*.

¹³⁷ Aisyah Intan, Puji Astuti, and Sugeng Wahyudi, 'Analisis Pengaruh Beta Terhadap Return Saham Menggunakan Unconditional Approach Dan Conditional Approach', *Diponegoro Journal Of Management*, 7.2 (2018), pp. 1–12.

Grafik tersebut menunjukkan bahwa pertumbuhan *return* JII tahun 2025 dari bulan Januari hingga Desember menunjukkan pergerakan yang fluktuatif. Pada bulan Januari, *return* mencapai angka -5,08 %, kemudian mengalami penurunan yang sangat merosot pada bulan februari yaitu berada pada -9,91%. Kemudian meningkat pada bulan maret dan tingkat *return* tertinggi berada pada bulan April sebesar 10,69 %. *Return* JII pada bulan selanjutnya terus mengalami pergerakan yang sangat fluktuatif, hal ini dikarenakan tingkat volatilitas yang tinggi akibat sentimen pasar maupun kondisi ekonomi. Perubahan *return* dalam waktu singkat merupakan dampak dari tinggi nya tingkat volatilitas *Jakarta Islamic Index* dan tidak berdistribusi pada garis normal.¹³⁸ Pada beberapa penelitian menjelaskan bahwa fluktuasi *return* JII berpotensi akan memberikan keuntungan yang besar dan diikuti dengan kerugian yang sangat besar juga di masa mendatang.¹³⁹

Berbagai faktor yang menyebabkan fluktuasi *return* JII juga disebabkan oleh adanya faktor makro ekonomi seperti inflasi, *BI rate*, nilai tukar dan lainnya.¹⁴⁰ Aspek dari makroekonomi menjadi ukuran penting dalam menganalisis *return* saham bagi para investor dalam periode pengamatannya. Studi yang membahas terkait hubungan variable makro dengan JII, yaitu menunjukkan adanya pengaruh nilai tukar, harga minyak mentah dunia, harga emas dunia, memiliki pengaruh signifikan terhadap *Jakarta Islamic Index*. Sementara inflasi dan *Dow Jones Islamic Market* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Jakarta Islamic index*.¹⁴¹ Namun pada

¹³⁸ Hendri Tanjung, 'Volatility of Jakarta Islamic Index', April, 2014, pp. 207–22.

¹³⁹ Hendri Tanjung and Taufik Akbar Matua Siregar, 'Analisis Votalitas Saham Di Jakarta Islamic Index (JII) Periode Januari 2015-Januari 2018', *Journal of Islamic Economics, Finance, and Banking*, 1.1 & 2 (2018), pp. 147–57.

¹⁴⁰ Pratama and Azzis, 'Macroeconomic Variables, International Islamic Indices, and The Return Volatility in Jakarta Islamic Index'.

¹⁴¹ Devi Rahmiyanti and Bayu Arie Fianto, 'Pengaruh Variabel Makroekonomi Dan Indeks Saham Internasional Terhadap Indeks Saham Jakarta Islamic Index (Jii)', *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 6.12 (2019), pp. 2381–92.

sebagian penelitian lain menyatakan bahwa secara parsial variabel inflasi, nilai tukar, dan SBIS memiliki pengaruh negatif terhadap JII.¹⁴²

Inflasi merupakan bagian dari indikator yang menjadi ukuran atas tingkat harga barang dan jasa secara umum dan terus-menerus pada periode tertentu. Gambaran dari kondisi stabilitas ekonomi suatu negara tidak terlepas dari nilai inflasi, karena perubahan Tingkat harga akan mempengaruhi daya beli masyarakat, tingkat konsumsi, hingga pertumbuhan ekonomi secara global. Sejak tahun 2000 Indonesia berada dalam masa transisi penerapan *Inflation Targeting Framework* (ITF) dan adanya penyesuaian berbagai sasaran inflasi. Penetapan sasaran inflasi 3-5 % yang ditetapkan untuk tahun 2000 dan 4-6 % untuk tahun 2001. Kemudian Bank Indonesia menyatakan perkiraan dampak kebijakan pemerintah pada sektor harga dan pendapatan terhadap inflasi yaitu 2% pada tahun 2000 dan 2-2,5 % pada tahun 2001. Ekspansi antara kedua hal tersebut menjadikan perkiraan inflasi IHK untuk tahun 2000 yaitu sebesar 5-7 % dan tahun 2001 mencapai 6-8,5 %.

Dasar pertimbangan untuk memudahkan pemahaman masyarakat maka sasaran inflasi ditetapkan untuk keseluruhan IHK, kemudian Bank Indonesia juga mengumumkan target jangka menengah untuk tahun 2006 yaitu berada dalam rentang 6-7 %.¹⁴³ Penentuan target inflasi melekat pada pertimbangan atas faktor-faktor perkembangan makroekonomi. Formulasi kebijakan moneter dituju untuk mencapai target inflasi yang sudah ditetapkan dengan melihat respon terhadap situasi ekonomi, maka penerapan target inflasi membutuhkan transformasi fundamental dalam kebijakan moneter.¹⁴⁴

¹⁴² Raka Abidzar Al Ghifari and Dkk, 'Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index', *Journal of Applied Islamic Economics and Finance*, 2.1 (2021), pp. 75–83, doi:10.35313/jaief.v2i1.2871.

¹⁴³ Perry Warjiyo and Solikin M. Juhro, *Kebijakan Bank Sentral Teori Dan Praktik* (Rajawali pers, 2020).

¹⁴⁴ Perry Warjiyo and Solikin M Juhro, *Central Bank Policy Mix : Issues , Challenges , and Policy Responses* (Springer, 2022).

Penelitian yang dilakukan oleh Rastri Paramita menyatakan bahwa kebijakan fiskal dinilai lebih efektif untuk menangani inflasi dibandingkan dengan kebijakan moneter. Menurut hasil uji *Impulse Response Function* (IRF) menunjukkan bahwa guncangan kebijakan fiskal terhadap inflasi memerlukan waktu penyesuaian yang lebih singkat untuk mencapai kestabilan dibandingkan dengan guncangan yang ditimbulkan oleh kebijakan moneter terhadap inflasi. Selain itu hasil dari *Variance decomposition* (VD) juga menunjukkan bahwa kontribusi dari kebijakan fiskal lebih besar dibandingkan kontribusi kebijakan moneter terhadap pengendalian inflasi dengan nilai sebesar 90,27 %.¹⁴⁵ Namun, dalam penelitian lain menjelaskan bahwa sinergi antara kebijakan moneter dan fiskal merupakan perpaduan yang efektif dalam mengendalikan inflasi serta menjadi kunci ketika menghadapi desakan ekonomi domestik dan global.¹⁴⁶ Peran kebijakan fiskal dalam redistribusi pendapatan serta alokasi anggaran yang merata dapat menekan kesenjangan ekonomi di berbagai wilayah terutama di daerah tertinggal. Sementara kebijakan moneter melalui pengaturan tingkat suku bunga serta pengendalian jumlah uang beredar memiliki peran penting terhadap stabilitas ekonomi. Kebijakan moneter yang fleksibel dan kebijakan fiskal yang dinamis dan responsif merupakan langkah efektif dalam mengendalikan inflasi dan mendorong pertumbuhan ekonomi yang inklusif.¹⁴⁷

Perkembangan inflasi dilatarbelakangi oleh berbagai faktor dari domestik hingga global sehingga menggambarkan dinamika inflasi tiap tahunnya. Seperti periode 2010-2014 yang didasarkan pada kenaikan Bahan Bakar Minyak (BBM), perubahan harga BBM

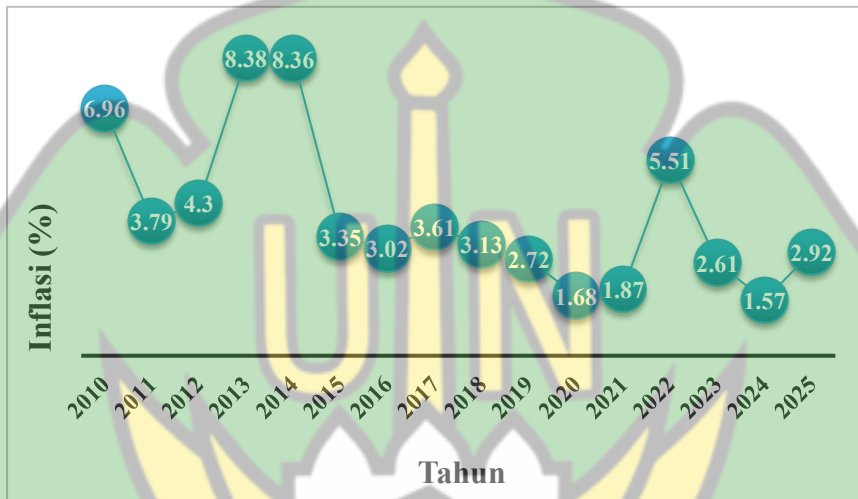
¹⁴⁵ Rastri Paramita, 'Efektivitas Kebijakan Fiskal Dan Kebijakan Moneter Dalam Mengatasi Inflasi Di Indonesia', 6.1 (2021), pp. 152–68.

¹⁴⁶ Erni Wati and Putri Amalia, 'Analisis Kebijakan Fiskal Dan Kebijakan Moneter Dalam Mengendalikan Inflasi Dan Stabilitas Ekonomi', 1.3 (2025), pp. 91–101.

¹⁴⁷ Maharajabdinul and Dkk, 'Sinergitas Kebijakan Moneter Dan Kebijakan Fiskal Untuk Mengendalikan Inflasi Di Indonesia', *Jurnal Ekonomi Syariah IAIN Sultan Amai Gorontalo*, 5.1 (2024), pp. 14–27.

terjadi secara signifikan pada 2013-2014. Kenaikan harga BBM tersebut berdampak pada kenaikan harga barang dan jasa secara menyeluruh sehingga menyebabkan inflasi meningkat. Penjelasan terkait perkembangan inflasi akan digambarkan pada grafik dibawah ini dari tahun 2010-2025:

Gambar 4.2 Perkembangan Inflasi Tahun 2010-2025



Sumber: Badan Pusat Statistik (2025)

Berdasarkan grafik 4.2 Inflasi sepanjang tahun 2010 sampai 2025 menunjukkan tren yang bergejolak. Puncak inflasi tertinggi berada pada tahun 2013 sebesar 8,38 % kemudian sedikit menurun di tahun 2014 sebesar 8,36%. Namun kedua tahun tersebut merupakan lonjakan tertinggi diantara tahun sebelum dan sesudahnya. Hal tersebut disebabkan adanya kenaikan harga BBM sehingga berdampak pada meningkatnya harga barang dan jasa. Kemudian tahun selanjutnya tren inflasi mengalami fluktuasi dengan kecenderungan menurun. Kondisi ini menunjukkan keberhasilan dari kebijakan Bank Indonesia dalam pengendalian jumlah uang beredar serta ekspektasi inflasi dari masyarakat untuk menjaga stabilitas harga. Tahun 2020-2021 Masa pandemi Covid-19 menyebabkan inflasi turun sebesar 1,68-1,87 % dikarenakan menurunnya daya beli masyarakat akibat pemberlakuan *social*

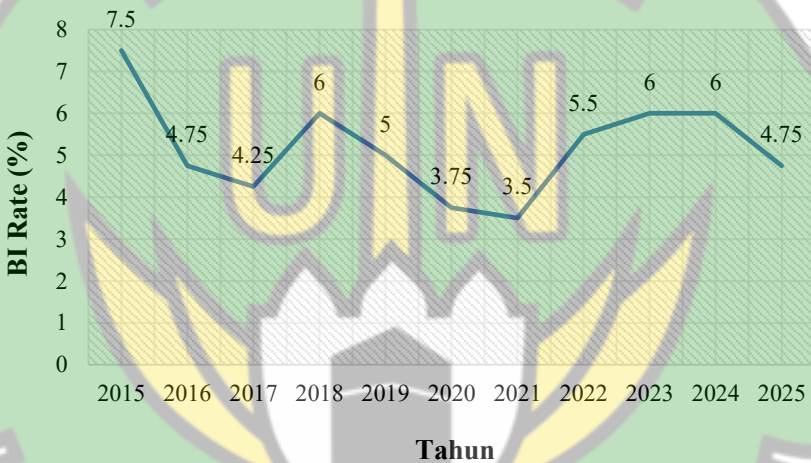
distancing dan *lockdown*. Kemudian di tahun 2022 inflasi meningkat mencapai 5,51 % karena pemulihan ekonomi pasca pandemi, namun gejolak inflasi tersebut tidak seperti tahun 2013 dan 2014. Inflasi terendah terjadi pada tahun 2024 sebesar 1,57% dan kembali meningkat pada tahun 2025 sebesar 2,92 % namun fluktuasi inflasi tersebut masih berada dalam rentang sasaran inflasi Bank Indonesia sebesar 2,5 % $\pm$ 1 %. Dengan demikian, perkembangan inflasi selama periode pengamatan masih dalam kondisi relatif stabil dan mampu menjaga stabilitas perekonomian dari target yang sudah ditetapkan Bank Indonesia.

BI Rate merupakan suku bunga kebijakan Bank Indonesia sebagai instrumen utama kebijakan moneter untuk menjaga stabilitas nilai tukar, inflasi dan mendorong pertumbuhan ekonomi nasional. Pada tanggal 19 Agustus 2016, Bank Indonesia (BI) meluncurkan pembaharuan suku bunga acuan yaitu BI-7 Day Reverse Repo Rate (BI7DRR) guna memperkuat kerangka operasi moneter. BI7DRR bersifat transaksional dan meningkatkan penguatan pasar keuangan terkhusus bagi pengguna instrumen repo sehingga BI7DRR mengokohkan keterhubungan dengan suku bunga pasar uang. Implementasi operasi moneter tersebut diakui sebagai *best practice* internasional oleh berbagai bank sentral sehingga menjadi rujukan bagi Bank Indonesia untuk mengaplikasikan sistem tersebut dengan melakukan penyempurnaan pada kerangka operasi moneter, sehingga target inflasi yang sudah ditetapkan menjadi lebih efektif. Penerapan instrumen BI7DRR memiliki kemampuan yang cepat dalam adaptasi di pasar uang, perbankan dan sektor riil, sehingga instrumen tersebut dinilai menjadi suku bunga kebijakan baru yang efektif dan di implementasi kan oleh Bank Indonesia. Adapun dampak dari penggunaan instrumen BI7DRR tersebut meliputi terbentuknya pasar keuangan yang lebih intensif, terkhusus pada aktivitas transaksi serta pembentukan kurva suku bunga di PUAB untuk tenor 3 hingga 12 bulan. Untuk memperkuat komunikasi kebijakan moneter, Bank Indonesia mengubah nama BI7DRR menjadi BI Rate, pergantian nama tersebut tidak mengubah konsep

dan tujuan kebijakan moneter, dimana sistem nya tetap mengacu BI7DRR dengan sistem transaksi *reverse repo* Bank Indonesia dalam tenor tujuh hari.¹⁴⁸

Dinamika ekonomi domestik maupun global seperti tingkat inflasi, nilai tukar, pertumbuhan ekonomi dan kondisi pasar keuangan internasional menyebabkan perubahan pada *BI Rate* sebagai bentuk respon dari Bank Indonesia terhadap dampak ekonomi secara menyeluruh. Berikut merupakan pergerakan tahunan *BI Rate* dari tahun 2015-2025:

Gambar 4.3 Perkembangan BI Rate Tahun 2015-2025



Sumber: Bank Indonesia (2025)

Pergerakan *BI Rate* dari tahun 2015-2025 menunjukkan fluktuasi yang cukup dinamis. Tahun 2015 mencapai pada level tertinggi sebesar 7,5 % dibandingkan tahun sesudahnya. Tingginya tingkat suku bunga sebagai upaya Bank Indonesia mengendalikan inflasi yang melonjak tinggi pada tahun 2013-2014 akibat kenaikan harga Bahan Bakar Minyak (BBM). Kemudian di tahun 2016, *BI rate* turun secara signifikan hingga mencapai 4,75% dan turun lagi sebesar 4,25% pada tahun 2017. Penurunan tersebut merupakan dampak baik karena inflasi yang terkendali dan stabiilitas ekonomi

¹⁴⁸ Bank Indonesia, *BI- Rate* <<https://www.bi.go.id/id/fungsi-utama/moneter/bi-rate/default.aspx>>.

nasional. Tahun 2016 juga menjadi langkah awal penerapan suku bunga dari kebijakan baru yang disebut dengan BI7DRR untuk meningkatkan efektivitas penyaluran kebijakan moneter terhadap sektor perbankan dan sektor riil. BI *rate* kembali meningkat di tahun 2018 sebesar 6%, hal tersebut merupakan efek dari ketidakstabilan ekonomi global seperti kenaikan suku bunga *federeal funds rate* (FFR) yang merupakan kebijakan moneter Amerika Serikat.

Situasi tersebut mendorong Bank Indonesia untuk menaikkan suku bunga agar inflasi tetap terkendali dan juga menjaga stabilitas nilai tukar rupiah.¹⁴⁹ Kemudian tahun 2019 BI *rate* kembali turun menjadi 5% dikarenakan tingkat inflasi mulai stabil dan tekanan eksternal mulai mereda. Setelah itu masuk kepada fase pandemi Covid-19 pada tahun 2020 – 2021 menyebabkan lambatnya pertumbuhan ekonomi sehingga Bank Indonesia kembali menurunkan suku bunga menjadi 3,75% untuk tahun 2020 dan 3,5% di tahun 2021. Penurunan BI *rate* tersebut merupakan upaya Bank Indonesia dalam memulihkan perekonomian di masa pandemi Covid-19. Tingkat suku bunga pada tahun 2020-2021 merupakan tahun dengan suku bunga pada level terendah selama periode pengamatan. Tahun 2022 memasuki pasca pandemi dimana ekonomi global berada pada tahap pemulihan sehingga menyebabkan tekanan inflasi akibat kenaikan harga energi dan gangguan rantai pasok global, merespon hal tersebut Bank Indonesia mengambil kebijakan dengan menaikkan BI *rate* menjadi 5,50 %. Kebijakan moneter yang dilakukan yaitu: meningkatkan efektivitas kebijakan suku bunga dasar kredit (SBDK), menjaga stabilitas nilai tukar dengan melanjutkan kebijakan nilai tukar rupiah yang selaras dengan fundamental dan sistem pasar, meneruskan pengokohan strategi operasi moneter guna meningkatkan efektivitas sikap kebijakan moneter akomodatif dan berbagai macam kebijakan lainnya.¹⁵⁰

¹⁴⁹ Bank Indonesia, 'BI 7-Day Reverse Repo Rate Naik 25 Bps Menjadi 4,75%: Kebijakan Pre-Emptive Untuk Memperkuat Stabilitas' (2018) <https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_204618.aspx>.

¹⁵⁰ Annisa Karimah and Dkk, 'Analysis of the Influence of Interest Rates

Tahun selanjutnya BI *rate* menaikkan suku bunga mencapai 6 % di tahun 2023, kenaikan tersebut bertujuan untuk memperkuat kebijakan dari dampak inflasi barang impor terhadap stabilisasi nilai tukar rupiah, sehingga inflasi tetap pada sasaran $3,0 \pm 1\%$ dan tahun 2024 BI *rate* tetap pada 6% dengan target sasaran inflasi $2,5 \pm 1\%$, kebijakan tersebut sebagai bentuk Bank Indonesia menunjukkan sikap kewaspadaan dalam menghadapi ketidakstabilan ekonomi global.¹⁵¹ Pada tahun 2025 BI *rate* kembali turun menjadi 4,75% hal tersebut disebabkan oleh mereda nya tekanan inflasi dan keadaan ekonomi yang mulai stabil. Oleh karena itu Bank Indonesia mengoperasikan kebijakan tersebut guna mendorong pertumbuhan ekonomi dan meningkatkan konsumsi masyarakat. BI *rate* memiliki peran penting untuk menjaga stabilitas dan pertumbuhan ekonomi. Selama periode pengamatan 2015-2025 menunjukkan tren perkembangan BI *rate* mengikuti sistem yang mengikuti dinamika inflasi dan siklus ekonomi.

Nilai tukar merupakan hal urgensi bagi transaksi ekonomi terhadap berbagai negara di dunia. Proses transaksi antar negara dengan mata uang berbeda menjadi suatu proses implementasi nilai tukar dimana ketika nilai tukar riil terlalu tinggi maka akan berdampak pada harga barang domestik di luar negeri meningkat sehingga menyebabkan permintaan terhadap ekspor menurun. Selain itu, ketidakselarasan nilai tukar riil menimbulkan distorsi harga sehingga menyebabkan alokasi sumber daya yang tidak efisien bagi sektor barang yang dapat diperdagangkan dan yang tidak. Ketidaksesuaian tersebut dapat berupa undervaluation atau nilai tukar riil berada dibawah tingkat keseimbangan fundamentalnya

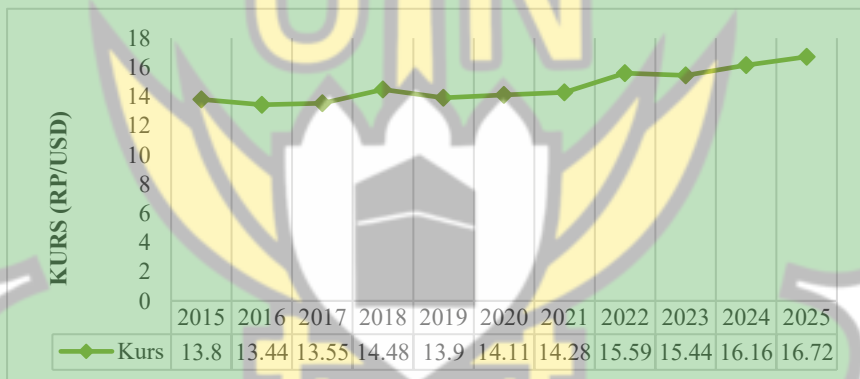
and Inflation on the Rupiah Exchange Rate in the Post Covid 19 Economic Recovery Era in Indonesia', *Journal of Economic, Business and Accounting*, 7.2 (2024), pp. 2597–5234.

¹⁵¹ Bank Indonesia, 'BI 7-Day Reverse Repo Rate Naik 25 Bps Menjadi 6,00%: Sinergi Menjaga Stabilitas Dan Mendorong Pertumbuhan' (19 October 2023)

<https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruhttps://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_2528323.aspx>.

artinya mata uang dianggap lebih murah dari harga sebelumnya sehingga akan meningkatkan daya saing ekspor akan tetapi dapat memicu inflasi impor. Disisi lain ada overvaluation, kondisi ini merupakan kebalikan dari undervaluation yang mendefenisikan bahwa nilai mata uang dianggap terlalu mahal dibandingkan nilai sebenarnya sehingga menurunkan tingkat ekspor sehingga berpotensi menekan investasi.¹⁵² Sistem nilai tukar di Indonesia menggunakan sistem nilai tukar mengambang dan sistem tersebut sudah diterapkan sejak tahun 1997. Sistem tersebut memberikan fleksibilitas bagi perekonomian dalam merespon dinamika global serta menjaga stabilitas sektor keuangan domestik.¹⁵³ Berikut ini merupakan grafik perkembangan nilai tukar rupiah terhadap US dollar antara lain sebagai berikut:

Gambar 4.4 Perkembangan Kurs Rp/USD Tahun 2015-2025



Sumber: Bank Indonesia (2025)

Grafik kurs dari tahun 2015-2025 menunjukkan tren yang cukup dinamis, bermula periode pengamatan tahun 2015 dengan nilai kurs Rp.13.795/USD mengindikasikan bahwa adanya dampak dari perlambatan ekonomi global serta adanya agenda *Federal Reserve* dalam menormalisasikan kebijakan moneter. Memasuki

¹⁵² Hizkia Juliano Sunday and Ni Nyoman Yuliarmi, 'Volatilitas Nilai Tukar Rupiah Yang Dipengaruhi Faktor Moneter Indonesia Dan Amerika Serikat', *E-Journal Ekonomi Pembangunan*, 13.1 (2024), pp. 67–90.

¹⁵³ Ferry Syarifuddin, *Konsep, Dinamika Dan Respon Kebijakan Nilai Tukar Di Indonesia* (BI Institute, 2015).

tahun 2016 dan 2017 kurs berada pada kisaran Rp. 13.436 dan 13.548 per USD, kurs pada tahun tersebut relatif stabil dan kestabilan tersebut merupakan implikasi dari rendahnya tingkat inflasi, penguatan landasan ekonomi nasional dan kepercayaan investor yang mulai meningkat terhadap pasar domestik. Tahun 2018 nilai tukar mengalami penekanan mencapai Rp. 14.481 per USD, penekanan kurs tersebut merupakan dampak dari kebijakan naiknya suku bunga yang dilakukan oleh Bank Sentral Amerika Serikat. Tekanan terhadap stabilitas nilai tukar rupiah cenderung disebabkan oleh perubahan kebijakan Amerika Serikat yang mempengaruhi Indonesia dan negara lainnya.

Inflasi dan pertumbuhan ekonomi yang meningkat menjadi dasar kenaikan suku bunga dana federal, selain itu gejolak pasar keuangan global semakin intensif yang dipicu oleh ancaman perang dagang AS dan Tiongkok hingga ketegangan geopolitik regional.¹⁵⁴ Selanjutnya, tahun 2019 nilai tukar rupiah berada pada Rp. 13.901 per USD, kurs pada tahun 2019 kembali menguat dikarenakan kondisi ekonomi domestik mulai kembali stabil dan sentimen pasar yang membaik. Kemudian tahun selanjutnya memasuki tahun pandemi Covid-19, dimana dunia sedang menghadapi krisis kesehatan dan guncangan ketidakpastian ekonomi, akibatnya rupiah kembali mengalami tekanan dengan nilai kurs Rp.14.105 per USD.

Pandemi Covid mulai berangsur pulih hingga tahun 2021 sehingga ekonomi global mulai membaik, namun nilai tukar rupiah terhadap dollar masih relatif tinggi hingga tahun 2022 yaitu sekitar Rp. 14.278 dan Rp. 15.592 per USD. Memasuki tahun 2023, Bank Indonesia sebagai institusi yang berwenang dalam pengendalian kondisi moneter domestik, mengambil langkah dalam menaikkan suku bunga bertujuan agar nilai tukar rupiah stabil, hasil dari kebijakan tersebut berdampak pada nilai tukar rupiah mulai stabil mencapai nilai Rp.15.439 per USD. Seperti dalam penelitian Hilda

¹⁵⁴ Bank Indonesia, 'Suku Bunga Reverse Repo 7 Hari BI Dinaikkan 25 Bps Menjadi 4,75%: Kebijakan Pencegahan Untuk Memperkuat Stabilitas' (2018) <<https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Default.aspx>>.

Falensia Manurung, dkk menunjukkan hasil bahwa kenaikan suku bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai tukar rupiah. Peningkatan suku bunga tersebut dapat menarik minat investor sehingga rupiah juga menguat.¹⁵⁵ Namun tahun selanjutnya pada 2024 dan 2025 kurs rupiah kembali merosot mencapai pada Rp 16.157 dan Rp 16.720 akibat tekanan terhadap ketidakpastian global, meningkatkan risiko geopolitik, serta kurs *dollar* turut meningkat. Bank Indonesia terus menjaga stabilitas kurs rupiah dengan terus mengintervensi pasar valuta asing. Nilai tukar memiliki posisi penting dalam mengukur kondisi perekonomian suatu negara. Maka pengelolaan dan pengendalian nilai tukar yang efektif diperlukan negara agar pergerakan nilai tukar relatif stabil dan perekonomian negara menjadi lebih baik.

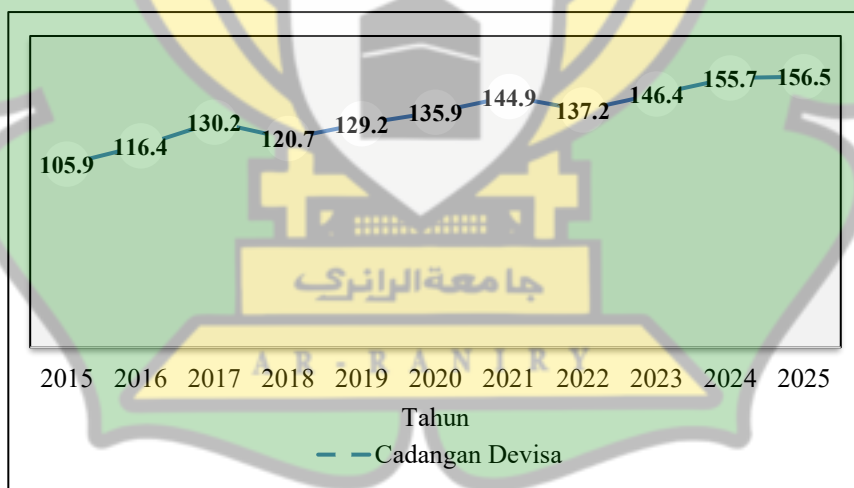
Latar belakang sistem devisa di Indonesia memiliki beberapa sistem dari setiap periode nya, yaitu pertama sistem devisa terkontrol, pada sistem ini devisa digolongkan menjadi dua yakni Devisa Hasil Ekspor (DHE) dan Devisa Umum (DU). Pada periode tersebut hasil dari devisa DHE maupun DU harus diserahkan kepada negara melalui Bank Indonesia ataupun beberapa bank lain yang ditentukan oleh otoritas. Segala penggunaan devisa turut wajib mendapatkan izin dari Bank Indonesia, berbagai aturan tersebut dibuat agar Bank Indonesia dapat mengawasi pergerakan cadangan devisa dan mencatat segala administrasi agar pola penggunaannya dapat di kendalikan dan diproyeksi kan dengan lebih tepat. Kemudian sistem yang kedua yaitu sistem devisa semi terkontrol, sistem ini mewajibkan bagi DHE menyerahkan hasilnya kepada Bank Indonesia dan harus mendapat izin dari otoritas ketika hendak menggunakan nya. Sementara DU boleh secara bebas dipergunakan dan tidak perlu meminta izin serta tidak menyerahkan perolehannya ke Bank Indonesia. Sistem yang ketiga yaitu devisa bebas, sistem ini membebaskan DU maupun DHE dari kewajiban melapor dan

¹⁵⁵ Hilda Falensia Manurung and dkk, 'Pengaruh Suku Bunga Acuan Bank Indonesia Dan Capital Inflow Terhadap Nilai Tukar Rupiah Di Indonesia', *Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis Dan Akuntansi*, 3.1 (2026), pp. 109–18.

menyerahkan perolehannya kepada Bank Indonesia. Penerapan sistem devisa bebas menimbulkan permasalahan dari ranah hukum dan terdapat kerancuan stratifikasi hukum nasional, hal tersebut dikarenakan tidak ada kewajiban terhadap laporan lalu lintas devisa sehingga tidak dapat mengetahui penggunaannya secara jelas dan rinci terkait hutang luar negeri di Indonesia terkhusus pada sektor swasta.

Dampak dari penerapan sistem tersebut menyebabkan kesulitan dalam menangani krisis. Namun, permasalahan tersebut diselesaikan sejak 17 Mei 1999 dengan kebijakan sistem devisa bebas namun tetap mewajibkan pelaporan terkait penggunaan devisa kepada Bank Indonesia melalui bank-bank yang telah diberikan izin, dan BI juga menetapkan ketentuan atas berbagai jenis transaksi devisa sebagai langkah kehati-hatian terhadap pelaksanaan kebijakan devisa di Indonesia.¹⁵⁶ Berikut grafik pertumbuhan cadangan devisa dari tahun 2015-2025:

Gambar 4.5 Perkembangan Cadangan Devisa Miliar USD Tahun 2015-2025



Sumber: Bank Indonesia (2025)

¹⁵⁶ Syarifuddin, *Konsep, Dinamika Dan Respon Kebijakan Nilai Tukar Di Indonesia*.

Gambar 4.5 menggambarkan tren cadangan devisa yang bermula pada tahun 2015, posisi cadangan devisa tercatat pada 105,9 miliar dolar AS. Posisi tersebut mencerminkan dampak dari kebijakan moneter Amerika Serikat. Namun cadangan devisa tetap berada pada tingkat yang aman karena stabilitas makroekonomi yang masih terkendali serta efektivitas dari neraca pembayaran sehingga mampu mendukung impor dan pembayaran kewajiban luar negeri. Kemudian di tahun 2016 dan 2017, cadangan devisa mengalami peningkatan yang signifikan sebesar 116,4 miliar dolar AS pada tahun 2016 dan 130,2 miliar dolar AS pada tahun 2017. Meningkatnya nilai cadangan devisa didorong oleh masuknya investasi asing, harga komoditas global cenderung efektif serta meningkatnya perolehan devisa hasil ekspor. Lonjakan tersebut selaras dengan temuan Aizenman dan Lee menyatakan bahwa penguatan keterhubungan sistem keuangan global serta tuntutan perlindungan terhadap ketidakstabilan global menyebabkan negara berkembang turut menambah kepemilikan cadangan devisa.¹⁵⁷

Periode selanjutnya tahun 2018 cadangan devisa menurun sebesar 120,7 miliar dolar AS, penurunan ini disebabkan penguatan dolar dari kebijakan suku bunga *federal reserve* sehingga berdampak pada aliran modal asing yang keluar dari pasar negara berkembang. Selanjutnya tahun 2019 cadangan devisa meningkat kembali mencapai 129,2 miliar dolar AS. Peningkatan cadangan devisa merupakan dampak dari sentimen pasar investor terhadap sektor keuangan Indonesia hal tersebut dibuktikan dengan masuknya investasi portofolio asing, dan neraca perdagangan yang surplus sehingga kondisi tersebut mencerminkan ketahanan lingkup eksternal semakin efektif sehingga mampu meningkatkan devisa negara.¹⁵⁸ Memasuki tahun 2020 merupakan fase pandemi-covid

¹⁵⁷ Joshua Aizenman and Jaewoo Lee, 'International Reserves : Precautionary Versus Mercantilist Views , Theory and Evidence', *Springer Nature*, 2007, pp. 191–214.

¹⁵⁸ Bank Indonesia, 'Neraca Pembayaran Indonesia Triwulan IV 2019 Surplus, Ketahanan Eksternal Terjaga' (2020) <<https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Default.aspx>>.

dengan berbagai tantangan krisis kesehatan dan ekonomi. Meskipun dalam fase pandemi, nilai cadangan devisa mengalami peningkatan mencapai 135,9 miliar dolar AS. Pertumbuhan cadangan devisa tersebut menggambarkan keberhasilan dan kemampuan Bank Indonesia dalam menjaga stabilitas ekonomi pada masa pemulihan ekonomi nasional. Menurut temuan internasional menjelaskan bahwa akumulasi dari cadangan devisa terbukti menjadi penyangga pada fase krisis.

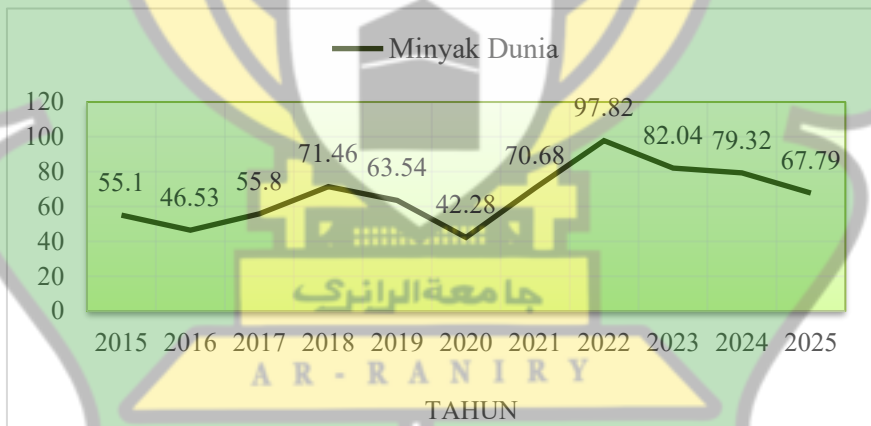
Negara berkembang memanfaatkan cadangan devisa sebagai bentuk asuransi mandiri terhadap tekanan likuiditas serta risiko terhentinya aliran modal asing.¹⁵⁹ Memasuki tahun 2021 cadangan devisa meningkat sebesar 144,9 miliar dolar AS, peningkatan cadangan devisa didukung oleh harga komoditas ekspor Indonesia yang semakin membaik seperti tingginya harga batu bara, minyak sawit mentah (CPO) serta berbagai komoditas ekspor lainnya memberikan dukungan terhadap peningkatan posisi cadangan devisa nasional.¹⁶⁰ Tahun 2022 cadangan devisa kembali mengalami penurunan sebesar 137,2 miliar dolar AS, hal tersebut dikarenakan kebutuhan akan stabilisasi nilai tukar rupiah semakin meningkat disebabkan kenaikan suku bunga global. Periode 2023-2025 tren cadangan devisa kembali meningkat signifikan mencapai 146,4 miliar dolar AS pada tahun 2023 kemudian meningkat lagi mencapai 155,7 miliar dolar AS tahun 2024 dan tahun selanjutnya tahun 2025 juga meningkat sebesar 156,5 miliar dolar AS. Kenaikan yang signifikan terjadi didukung oleh surplus perdagangan, perolehan devisa hasil ekspor dan adanya penerbitan pembiayaan pemerintah di pasar Internasional.

¹⁵⁹ Joshua Aizenman and Yi Sun, 'The Financial Crisis and Sizeable International Reserves Depletion: From "Fear of Floating" to the "Fear of Losing International Reserves"?', *International Review of Economics and Finance*, 24 (2012), pp. 250–69, doi:10.1016/j.iref.2012.03.004.

¹⁶⁰ Bank Indonesia, 'Neraca Pembayaran Indonesia Triwulan IV 2021 Tetap Baik, Ketahanan Eksternal Terjaga' (2022) <Neraca Pembayaran Indonesia Triwulan IV 2021 Tetap Baik, Ketahanan Eksternal Terjaga>.

Bank Indonesia mengukur cadangan devisa sebagai instrumen moneter nasional yang tahan akan ketidakstabilan ekonomi serta menjaga stabilitas sistem keuangan.¹⁶¹ Harga minyak memiliki tiga cara dalam mempengaruhi perekonomian antara lain seperti adanya pengaruh biaya transportasi yang menjadi dampak langsung terhadap kenaikan harga minyak. Kemudian tagihan terhadap produk yang diciptakan dari hasil minyak bumi, ketika harga minyak naik maka akan berpengaruh terhadap naiknya harga barang, selanjutnya yaitu lonjakan terhadap harga minyak dapat menimbulkan ketidakpastian di masa depan sehingga penjual dan investor mengurangi pembelian dan investasi. Kenaikan harga dapat menyebabkan perlambatan signifikan dalam pertumbuhan ekonomi. Sejarah menunjukkan bahwa harga minyak merupakan elemen penting dalam menilai prospek ekonomi jangka pendek.¹⁶² Berikut ini merupakan grafik rata-rata harga minyak selama periode 2015-2025:

Gambar 4.6 Rata-Rata Harga Minyak USD/Barel Tahun 2015-2025



Sumber: *Investing.com* (2026)

¹⁶¹ Bank Indonesia, 'Cadangan Devisa Desember 2023 Meningkat' (2024) <https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_260324.aspx>.

¹⁶² B Y Keith Sill, 'The Macroeconomics of Oil Shocks', 2007, pp. 21–31.

Grafik 4.6 menunjukkan pergerakan rata-rata harga minyak dunia (*Brent*) yang fluktuatif, diawali tahun 2015 rata-rata harga minyak dunia sebesar 55.10 USD/Barel. Situasi tersebut berdasarkan pada rata-rata harga minyak tahun 2014 mengalami kelebihan pasokan minyak dan menyebabkan surplus pasokan sehingga menekan harga pada level rendah.¹⁶³ Kemudian tahun 2016 rata-rata harga minyak dunia mengalami penurunan sebesar 46,53 USD/Barel, kondisi tersebut merupakan awal dari kebijakan terhadap pemulihan harga minyak dunia dengan langkah mengurangi harga kelebihan pasokan minyak di pasar internasional. Selanjutnya memasuki tahun 2017, efek dari pengurangan produksi minyak terlihat pada tahun 2017 dengan level berada pada 55,80 USD/Barel. Kenaikan harga minyak tersebut merupakan dampak dari keseimbangan pasar minyak yang semakin efektif dengan menurunnya pasokan minyak serta permintaan energi dunia yang meningkat. Selanjutnya tahun 2018 rata-rata harga minyak dunia kembali menguat dan berkisar pada 71,46 USD/Barel.

Lonjakan tersebut merupakan dorongan dari pertumbuhan ekonomi global yang relatif menguat sehingga secara signifikan kebutuhan pasokan energi semakin meningkat.¹⁶⁴ Tahun 2019, rata-rata harga minyak dunia turun pada level 63,54 USD/Barel, penurunan tersebut disebabkan oleh ketidakstabilan global akibat perang dagang antara Amerika Serikat dan Tiongkok sehingga permintaan energi melemah. Kondisi tersebut membuat stakeholder pasar lebih berhati-hati sehingga mempengaruhi turunnya harga minyak dunia, namun penurunan tersebut lebih baik dibandingkan periode 2015-2016. Selanjutnya era pandemi Covid tahun 2020 menunjukkan penurunan yang sangat drastis sebesar 42,28 USD/Barel. Pandemi covid menyebabkan terhenti nya aktivitas sosial dan ekonomi sehingga penurunan aktivitas transportasi hingga

¹⁶³ Christiane Baumeister and Lutz Kilian, 'Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us', *Journal of Economic Perspectives*, 30.1 (2016), pp. 139–60.

¹⁶⁴ International Energy Agency, *Oil Market Report*, 2019.

perlambatan industri menyebabkan permintaan minyak dunia mengalami penurunan yang intensif.

Kemudian tahun 2021 merupakan fase pemulihan, dimana aktivitas ekonomi mulai membaik serta aktivitas transportasi dan industri mulai meningkat. Dengan demikian, rata-rata harga minyak dunia turut meningkat dan berkisar pada 70,68 USD/Barel. Lonjakan tajam terjadi pada tahun 2022, rata-rata harga minyak berada pada level tertinggi sebesar 97,82. Kenaikan tersebut disebabkan oleh konflik antara Rusia dan Ukraina yang berdampak pada gangguan pasokan energi dunia. Menurut laporan *Commodity Markets Outlook*, efek dari perang tersebut menjadi salah satu *shock* harga komoditas terbesar sejak krisis energi pada tahun 1970.¹⁶⁵ Selanjutnya tahun 2023 rata-rata harga minyak dunia kembali turun mencapai 82,04 USD/Barel, dasar penurunan harga minyak dunia disebabkan oleh melemahnya pertumbuhan ekonomi akibat kebijakan moneter yang ketat yang dioperasikan oleh berbagai bank sentral.¹⁶⁶ Selanjutnya tahun 2024-2025 rata-rata harga minyak dunia mengalami penurunan yang signifikan berada pada level 79.32 USD/Barel pada tahun 2024 dan 67,79 USD/Barel pada tahun 2025. Penurunan tersebut disebabkan oleh meningkatnya efisiensi energi di sejumlah negara serta mulai adanya alternatif penggunaan energi sehingga mengurangi permintaan terhadap pasokan minyak. Kondisi tersebut menunjukkan tidak hanya faktor geopolitik yang menyebabkan turunnya harga minyak, faktor lain seperti transisi energi yang ramah lingkungan.¹⁶⁷

Harga emas menjadi salah satu indikator penting dalam ekonomi global karena emas merupakan aset yang berfungsi sebagai lindung nilai dan sebagai instrumen investasi ketika menghadapi kondisi ekonomi yang tidak pasti. Investor dan stakeholder pasar cenderung memilih emas karena emas mempunyai karakteristik aset yang aman sehingga mampu melindungi nilai nya ketika

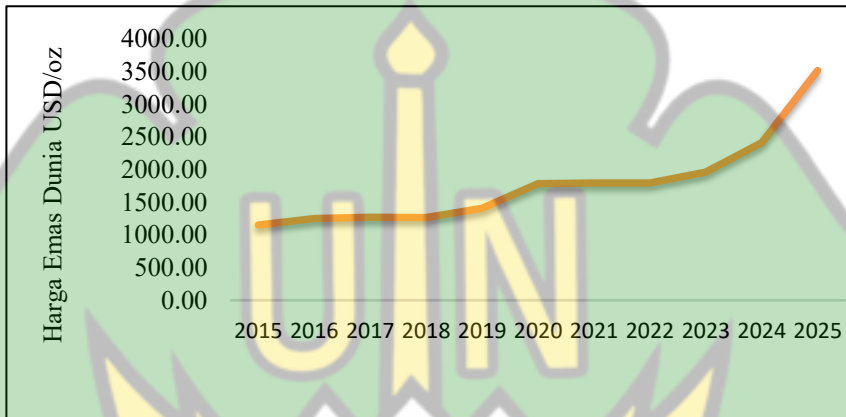
¹⁶⁵ World Bank Group, *Commodity Markets Outlook*, 2022.

¹⁶⁶ International Energy Agency, *Oil Market Report*, 2023.

¹⁶⁷ International Energy Agency, *Oil Market Report*, 2025.

menghadapi krisis dan tekanan pasar keuangan. Oleh sebab itu, Perubahan kondisi ekonomi global, kebijakan moneter, nilai tukar, risiko geopolitik serta inflasi dapat mempengaruhi pergerakan harga emas dunia.¹⁶⁸ Pergerakan rata-rata harga emas dapat digambarkan pada grafik tahunan dibawah ini dari tahun 2015-2025:

Gambar 4.7 Perkembangan Harga Emas Dunia USD Tahun 2015-2025



Sumber: *Investing.com* (2026)

Berdasarkan grafik diatas, rata-rata harga emas dunia pada tahun 2015 sebesar 1152.43 USD/Oz. Level pada harga tersebut tercatat rendah akibat dolar AS yang menguat serta ekspektasi terhadap suku bunga bank oleh bank sentral Amerika Serikat. Naiknya suku bunga AS memiliki dampak bagi minat investor terhadap emas jadi menurun, karena emas tidak memiliki bunga atau imbal hasil seperti deposito atau obligasi menjadikan investor kurang menarik untuk melakukan investasi emas.¹⁶⁹ Tahun 2016 rata-rata harga emas kembali meningkat mencapai 1249.98 USD/Oz tren kenaikan harga emas tersebut dilatarbelakangi oleh risiko global dan pertumbuhan ekonomi yang melambat di beberapa negara berkembang. Sehingga mendorong investor mengalihkan aset nya

¹⁶⁸ Dirk G Baur and Thomas K Mcdermott, 'Is Gold a Safe Haven? International Evidence', *Journal of Banking and Finance*, 34.8 (2010), pp. 1886–98, doi:10.1016/j.jbankfin.2009.12.008.

¹⁶⁹ World Gold Council, *Investment Commentary Looking into H2 2015*, 2015.

pada investasi emas yang dinilai lebih aman. Berlanjut pada tahun selanjutnya yaitu tahun 2017 rata-rata harga emas mencapai 1271.73 USD/Oz.

Pertumbuhan harga emas disebabkan oleh melemahnya dolar AS serta permintaan akan investasi emas sebagai strategi alokasi portofolio.¹⁷⁰ Selanjutnya tahun 2018 rata-rata harga emas dunia turun sebesar 1268.26 USD/Oz. Turunnya harga emas dunia dipengaruhi oleh menguatnya suku bunga *Federal Reserve* sehingga permintaan emas cenderung menurun. Kemudian tahun 2019 rata-rata harga emas kembali menguat hingga mencapai 1407.23 USD/Oz, kenaikan harga emas menunjukkan bahwa emas merupakan instrumen *safe haven* sehingga meminimalisir risiko portofolio investasi. Emas juga dipercaya sebagai pelindung nilai terhadap kerentanan pasar saham.¹⁷¹

Tahun 2020 merupakan permulaan lonjakan rata-rata harga emas secara signifikan berada pada level 1785.21 hal ini dilatarbelakangi oleh pandemi covid yang memiliki dampak pada stabilitas ekonomi global, pasar keuangan, dan perilaku investor. Temuan terkait harga emas merupakan aset yang aman saat berada di kondisi krisis kesehatan covid-19. Hasil empiris dari temuan tersebut menunjukkan bahwa berita negatif terkait covid, infeksi baru, krisis kesehatan memiliki dampak positif terhadap harga emas.¹⁷² Kemudian tahun 2021 dan tahun 2022 mengalami kenaikan berkisar pada 1793.37 USD/Oz tahun 2021 dan 1795.81 USD/Oz pada tahun 2022. Ekspektasi terhadap kenaikan suku bunga bertujuan untuk mengendalikan inflasi meningkat, namun kondisi tersebut tetap menunjukkan rata-rata harga emas tahun 2021 dan 2022 relatif tinggi dibandingkan periode sebelum pandemi covid. Fenomena

¹⁷⁰ Marco Tronzano, 'Optimal Portfolio Allocation between Global Stock Indexes and Safe Haven Assets : Gold versus the Swiss Franc (1999 – 2021)', *Journal of Risk and Financial Management*, 2022.

¹⁷¹ Baur and Mcdermott, 'Is Gold a Safe Haven ? International Evidence'.

¹⁷² Hanan Atri and Saoussen Kouki, 'The Impact of COVID-19 News , Panic and Media Coverage on the Oil and Gold Prices : An ARDL Approach', *Resources Policy*, 2021, doi:10.1016/j.resourpol.2021.102061.

tersebut menggambarkan bahwa kondisi ekonomi global yang belum pasti sehingga stakeholder pasar lebih memilih asetnya dalam bentuk emas yang dipercaya aman terhadap respon ketidakpastian ekonomi global. Kemudian pada tahun 2023 rata-rata harga emas dunia meningkat signifikan hingga menyentuh pada level 1964.44. Hubungan kuat antara ketidakpastian global dengan harga emas terjadi ketika adanya risiko tinggi. Maka para investor dengan tanggap mengambil kebijakan untuk membeli emas.¹⁷³ Tren lonjakan harga emas berlanjut hingga tahun 2024 dan 2025 berada pada rata-rata harga 2412.54 USD/Oz tahun 2024 dan meningkat tajam pada tahun 2025 berada pada 3518.43 rata-rata harga pada level ini menjadi puncak tertinggi harga emas dunia selama periode pengamatan.

4.2 Hasil Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif merupakan statistika yang berhubungan dengan cara atau metode yang mendeskripsikan, menjabarkan, menggambarkan, dan menguraikan data. Statistik deskriptif merujuk pada bagaimana mengorganisasi data, menyajikan serta menganalisis data. Proses tersebut dapat dilakukan dengan cara menentukan nilai rata-rata hitung, median, modus, proporsi dan standar deviasi. Adapun cara lain yang dapat dilakukan yaitu dengan membuat tabel, grafik atau diagram dan distribusi frekuensi.¹⁷⁴

¹⁷³ Jamal Bouoiyour, Refk Selmi, and Mark E Wohar, 'Measuring the Response of Gold Prices to Uncertainty: An Analysis beyond the Mean', *Economic Modelling*, 2018, doi:10.1016/j.econmod.2018.06.010.

¹⁷⁴ Untung Rahardja and Dkk, *Statistik Deskriptif (Teori. Rumus. Kasus Untuk Penelitian)* (APTIKOM, 2021).

Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Dan Matriks Korelasi

	Return JII (%)	Inflasi (%)	BI Rate (%)	Kurs (IDR/US\$)	Cad. Devisa (US\$ Juta)	Harga Minyak (US\$ er barel)	Harga Emas (Troy Ounze)
Statistik Deskriptif							
Mean	-0,380	0,240	5,254	14.554	130,44	66,58	1.783
Median	0,079	0,200	5,250	14.363	131,71	66,23	1.704
Maximum	13,877	1,650	7,750	16.720	157,09	115,60	4.357
Minimum	-15,685	-0,760	3,500	12.625	100,24	26,35	1.060
Observations	132	132	132	132	132	132	132
Matriks Korelasi							
Return JII	1,000						
Inflasi	0,117	1,000					
BI Rate	-0,031	-0,023	1,000				
Kurs	-0,053	-0,052	-0,044	1,000			
Cad. Devisa	0,039	-0,054	-0,440	0,735	1,000		
Harga Minyak	-0,058	0,082	-0,211	0,404	0,482	1,000	
Harga Emas	0,115	-0,035	-0,139	0,828	0,815	0,258	1,000

Berdasarkan hasil statistik deskriptif, nilai rata-rata return JII mencapai -0,380 dengan nilai median sebesar 0,079. Kemudian nilai *return* tertinggi mencapai 13,877 dan nilai terendah yaitu -15,685. Perbedaan yang sangat jauh antara nilai maximum dan minimum menunjukkan bahwa *return* JII mengalami fluktuasi yang cukup tinggi selama periode pengamatan hal ini menjelaskan bahwa tingginya volatilitas *return* JII yang disebabkan oleh berbagai peristiwa ekonomi seperti ketidakpastian ekonomi global, pandemi Covid-19 hingga perubahan kebijakan moneter. Variabel inflasi memiliki nilai rata-rata 0,240 dengan nilai tertinggi mencapai 1,650 dan nilai terendah -0,760. Nilai inflasi yang cenderung rendah selama periode pengamatan menunjukkan bahwa inflasi di Indonesia terkendali walaupun di beberapa periode adanya deflasi yang ditunjukkan oleh nilai negatif pada bagian nilai minimum.

Pada variabel BI Rate memperoleh nilai rata-rata sebesar 5,254 dengan nilai tertinggi mencapai 7,750 dan nilai terendah sebesar 3,500. Keragaman nilai tersebut merupakan gambaran dari perubahan kebijakan moneter yang telah di implementasi kan oleh Bank Indonesia sebagai upaya menjaga stabilitas ekonomi serta mengendalikan kan inflasi. Variabel Kurs memiliki nilai rata-rata sebesar 14.554 dengan nilai maksimum sebesar 16.720 dan nilai minimum senilai 12.625 hal tersebut menunjukkan bahwa adanya fluktuasi pada kurs selama periode pengamatan walaupun tren fluktuasi tidak terlalu ekstrem. Variabel cadangan devisa memiliki rata-rata 130,44 dengan nilai maksimum mencapai 157,09 dan nilai minimum mencapai 100,24. Hal tersebut menunjukkan bahwa cadangan devisa mengalami peningkatan dan berada pada level yang relatif stabil selama periode penelitian. Pada variabel harga minyak dunia memiliki nilai rata-rata 66,58 dengan nilai tertinggi sebesar 115,60 dan nilai terendah pada level 26,35. Kisaran nilai tersebut menunjukkan adanya perbedaan yang cukup signifikan dikarenakan adanya dinamika pasar energi dunia serta ketidakpastian ekonomi global. Selanjutnya harga emas dunia memiliki nilai rata-rata sebesar 1,783 dengan nilai maximum mencapai 4,357 dan nilai minimum sebesar 1,060 Tren harga emas dunia dilatarbelakangi oleh dampak dari perubahan ekonomi global sehingga pergerakan nya cukup dinamis.

Berdasarkan hasil matriks kolerasi, mendeskripsikan bahwa hubungan antara inflasi dan *return* JII memiliki kolerasi positif sebesar 0,117. Nilai tersebut mengindikasikan hubungan yang sangat lemah, meskipun bernilai positif tetapi hampir tidak signifikan secara praktis sehingga inflasi tidak memiliki hubungan yang kuat terhadap *return* JII. Hal ini sejalan dengan temuan Zhao menyatakan bahwa hubungan antara inflasi dan *return* saham memiliki pengaruh yang besar terhadap alokasi aset yang optimal, karena risiko inflai merupakan perhatian utama bagi investor. Saham dipercaya sebagai lindung nilai lengkap terhadap inflasi yang diharapkan, dan lindung nilai parsial terhadap inflasi yang tidak

terduga. Sebagai bukti empiris hiperinflasi yang terjadi di Tiongkok tahun 1945-1948 saham berfungsi sebagai proteksi terhadap inflasi.¹⁷⁵ Secara teori dan pengamatan terdahulu terkait hubungan inflasi terhadap pasar saham memiliki hubungan positif dan negatif. Inflasi yang terkendali dapat meningkatkan produktivitas dan investasi sementara inflasi yang rendah cenderung menghambat investasi, mengurangi daya beli serta memunculkan ketidakpastian ekonomi.¹⁷⁶ *BI rate* menunjukkan nilai kolerasi sebesar -0,031, kolerasi tersebut menunjukkan hubungan negatif antara *BI rate* terhadap *return JII*.

Menurut teori portofolio dan suku bunga menyatakan bahwa kenaikan suku bunga akan berdampak pada minat investor terhadap investasi saham, dikarenakan tingkat suku bunga yang tinggi membuat investor lebih menarik untuk berinvestasi pada tabungan atau deposito bank.¹⁷⁷ Kolerasi yang sangat kecil menunjukkan bahwa hubungan tersebut belum kuat secara linear. Kurs rupiah terhadap dolar memiliki kolerasi sebesar -0,053 terhadap *RJII*. Hubungan negatif tersebut menjelaskan bahwa, pelemahan kurs rupiah berdampak pada *return JII* yang turut melemah. Secara teori, pelemahan nilai tukar dapat berdampak pada menurunnya harga saham. Hal tersebut dipicu oleh biaya impor yang meningkat serta menurunnya profit saham.¹⁷⁸ Namun kolerasi antara kurs terhadap *RJII* terindikasi rendah sehingga hubungan linear yang terbentuk masih lemah.

¹⁷⁵ Liuyan Zhao, 'China Economic Review Stock Returns under Hyperinflation: Evidence from China', *China Economic Review*, 45 (2017), pp. 155–67, doi:10.1016/j.chieco.2017.07.003.

¹⁷⁶ Alfiorence Devarareza Sujatmiko and Dkk, 'Nusantara Entrepreneurship and Management Review Pertumbuhan Ekonomi Indonesia: Kajian', *Jurnal Unusida*, 3.1 (2025), pp. 39–45.

¹⁷⁷ Tandelilin, *Portofolio Dan Investasi (Teori Dan Aplikasi)*.

¹⁷⁸ Tandelilin, *Portofolio Dan Investasi (Teori Dan Aplikasi)*.

Variabel cadangan devisa memiliki kolerasi positif terhadap RJII dengan nilai kolerasi sebesar 0,039. Kolerasi positif tersebut sejalan dengan teori yang menyatakan bahwa cadangan devisa dipercaya sebagai peredam guncangan untuk mencegah krisis keuangan.¹⁷⁹ Oleh karena itu cadangan devisa dapat menjaga stabilitas ekonomi. Kondisi ini dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap pasar modal domestik. Variabel harga minyak dunia memiliki kolerasi negatif terhadap *return* JII sebesar -0,058, hal tersebut menunjukkan bahwa pengaruh dari kenaikan harga minyak cenderung dapat menurunkan *return* JII. Kenaikan harga minyak dapat menaikkan biaya produksi yang berpotensi terjadi inflasi, sehingga menyebabkan terhambatnya kinerja pasar saham. Akan tetapi hubungan tersebut dikategorikan sangat lemah. Variabel harga emas dunia memiliki kolerasi positif terhadap RJII dengan nilai sebesar 0,115, namun kolerasi harga emas dunia terhadap RJII dinilai lemah. Hal ini sejalan dengan temuan Barunik, dkk yang menyatakan bahwa kolerasi antara emas, minyak dan saham meningkat secara signifikan dan menjadi lebih homogen, hal ini terbukti setelah krisis 2008, dimana kolerasi antara emas dan saham meningkat sehingga menunjukkan hubungan positif.¹⁸⁰

Kolerasi tertinggi dari hubungan antarvariabel independen yaitu kolerasi antara kurs dan harga emas dunia dengan nilai sebesar 0,828, kemudian kolerasi antara cadangan devisa dan harga emas dunia dengan nilai mencapai 0,815, lalu kolerasi antara kurs dan cadangan devisa dengan nilai sebesar 0,735. Seluruh koefisien kolerasi berada dibawah ambang batas 0,90, sehingga secara garis besar tidak terdapat multikolinearitas dalam model penelitian. Hasil matriks kolerasi variabel makroekonomi secara keseluruhan menunjukkan hubungan yang lemah terhadap RJII. *Output* tersebut menunjukkan bahwa hubungan antarvariabel tidak mutlak bersifat linear dan terdapat perbedaan antara jangka panjang dan jangka

¹⁷⁹ Kuncoro, 'The Role of Foreign Reserves in Inflation Dynamic'.

¹⁸⁰ Jozef Barunik and Dkk, 'Gold , Oil , and Stocks : Dynamic Correlations', *Cesifo*, 2015.

pendek. Sehingga model ARDL sesuai digunakan untuk melihat dinamika jangka panjang dan jangka pendek yang tidak dapat dijelaskan dalam kolerasi dasar.

4.3 Hasil *Unit Root Test*

Salah satu langkah standar dalam pengujian stasioneritas yaitu uji akar unit (*unit root test*). Ketika suatu data tidak stasioner pada tingkat level $I(0)$ maka langkah yang dilalui selanjutnya yaitu pada tingkat $I(1)$ *First difference*. Dalam model ARDL, syarat untuk stationer harus pada ketentuan tingkat level atau tingkat *first difference*. Pada tingkat *second difference* model ARDL tidak dapat digunakan.¹⁸¹

Tabel 4.2 Hasil *Unit Root Test*

No	Variabel	Include in test equation	Metode			
			ADF		Philip-Perron	
			level	First dife	level	First dife
1	Return JII	<i>Intercept</i>	[-10,481] (0,000)	[-8,751] (0,000)	[-10,479] (0,000)	[-61,665] (0,000)
		<i>Trend & intercept</i>	[-10,450] (0,000)	[-8,711] (0,000)	[-10,448] (0,000)	[-62,442] (0,000)
2	Inflasi	<i>Intercept</i>	[-9,955] (0,000)	[-10,345] (0,000)	[-9,193] (0,000)	[-35,165] (0,000)
		<i>Trend & intercept</i>	[-10,010] (0,000)	[-10,291] (0,000)	[-9,212] (0,000)	[-35,012] (0,000)
3	BI rate	<i>Intercept</i>	[-2,304] (0,172)	[-4,941] (0,000)	[-2,241] (0,193)	[-8,013] (0,000)
		<i>Trend & intercept</i>	[-2,179] (0,497)	[-4,987] (0,000)	[-2,041] (0,573)	[-7,958] (0,000)
4	Kurs	<i>Intercept</i>	[-1,900] (0,332)	[-12,608] (0,000)	[-1,536] (0,512)	[-16,375] (0,000)
		<i>Trend & intercept</i>	[-4,592] (0,002)	[-12,600] (0,000)	[-4,601] (0,002)	[-16,393] (0,000)
5	Cadangan devisa	<i>Intercept</i>	[-0,826] (0,808)	[-10,901] (0,000)	[-0,826] (0,808)	[-10,903] (0,000)
		<i>Trend & intercept</i>	[-3,057] (0,121)	[-10,873] (0,000)	[-3,322] (0,085)	[-10,875] (0,000)
6	Harga minyak	<i>Intercept</i>	[-2,495] (0,119)	[-10,106] (0,000)	[-2,330] (0,164)	[-10,132] (0,000)

¹⁸¹ Zulfikar Bagus Pambuko and Najmi Laili Masrini, *Eviews: Analisis Data Keuangan Untuk Penelitian Mahasiswa Ekonomi* (UNIMMA Press, 2019).

	dunia	<i>Trend & intercept</i>	[-2,984] (0,141)	[-10,065] (0,000)	[-2,593] (0,284)	[-10,082] (0,000)
7	Harga emas dunia	<i>Intercept</i>	[2,256] (1,000)	[-10,660] (0,000)	[2,455] (1,000)	[-10,657] (0,000)
		<i>Trend & intercept</i>	[0,525] (1,000)	[-11,093] (0,000)	[-0,589] (1,000)	[-11,094] (0,000)

Catatan: angka dalam [] adalah nilai t test, dan dalam () adalah nilai p-value

Berdasarkan hasil uji *unit root test*, ada dua model yang digunakan yaitu model *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) dan *Philips-Perron* menggunakan cara *intercept* serta *tren* dan *intercept*. Variabel RJII telah stasioner pada tingkat level dan *first difference* dengan nilai probabilitas sebesar 0,000 menggunakan model ADF dan *Philips-Perron*. Posisi tersebut menjelaskan bahwa pergerakan RJII tidak mengandung akar unit dikarenakan RJII berfluktuasi pada sekitar nilai rata-ratanya. Hasil tersebut sama seperti variabel inflasi yang stasioner dan memperoleh nilai probabilitas nya sebesar 0,000 dengan model ADF dan *Philips Perron*. Variabel BI *rate* tidak sama dengan variabel RJII dan inflasi yang stasioner pada tingkat level, variabel BI *rate* stasioner pada tingkat *first difference* dengan nilai probabilitasnya pada tingkat level sebesar 0,172 dan pada tingkat *first difference* sebesar 0,000. Nilai tersebut juga sama dengan model *philips-perron* menggambarkan bahwa data stasioner pada tingkat *first difference* sebesar 0,000.

Pada variabel Kurs menunjukkan hasil uji yang berbeda antara *intercept* dan *tren and intercept*. Data stasioner pada tingkat level terjadi pada *tren and intercept* dengan perolehan nilai probabilitas sebesar 0,002 pada model ADF dan *philips-perron*. Hal tersebut menjelaskan bahwa pergerakan nilai tukar selama periode pengamatan terdapat komponen *tren* yang perlu diperhitungkan dalam uji stasioneritas. Variabel cadangan devisa tidak stasioner pada tingkat level pada uji ADF dan *Philips Perron* dengan nilai p-value yang sama sebesar 0.808 untuk *intercept*. Pada *tren and intercept* perolehan p-value sebesar 0,121 untuk ADF, dan pada *Philips Perron* sebesar memperoleh 0,080 melalui *intercept*, sedangkan melalui *tren and intercept* cadangan devisa juga tidak

stasioner pada tingkat level dengan nilai p-value sebesar 0,121 dan pada *Philips Perron* p-value sebesar 0,085. Pada tingkat *first difference* cadangan devisa dengan model ADF dan *philip-peron* dengan menggunakan *intercept* dan *trend and intercept* memperoleh p-value sebesar 0,000. Kemudian variabel harga minyak dunia juga lolos uji stasioner pada tingkat *first difference* dan p-value sebesar 0,000 menggunakan *intercept* ataupun *tren and intercept* pada ADF dan *Philips Perron*. Pada tingkat level memperoleh p-value sebesar 0,119 pada model ADF, dan 0,164 pada model *Philips Perron* dengan menggunakan *intercept*. Pada *tren and intercept* pada model ADF nilai p-value mencapai 0,141 sementara hasil dari model *philip perron* menggunakan *tren and intercept* memperoleh 0,284. Selanjutnya variabel harga emas dunia juga memiliki posisi yang sama dengan variabel sebelumnya, pada tingkat *first difference* memperoleh p-value 0,000 pada spesifikasi *intercept* maupun *trend and intercept* pada model ADF dan *Philips Perron*.

Sementara pada tingkat level dan *Philips Perron* untuk model ADF mempunyai p-value yang sama yaitu 1,000 dari spesifikasi *intercept* dan *tren and intercept*. Secara keseluruhan variabel RJII, inflasi dan kurs telah stasioner pada tingkat level dengan spesifikasi *intercept* dan *tren and intercept* sementara variabel lainnya. Sedangkan variabel lain yaitu BI rate, cadangan devisa, harga minyak dunia dan harga emas dunia stasioner pada tingkat *first difference*. Hasil tersebut memenuhi persyaratan dari pengujian ARDL dimana adanya kombinasi antara tingkat level dan *first difference* serta tidak ada variabel yang *second difference* I(2).

4.4 Hasil estimasi

Langkah selanjutnya setelah melakukan uji stasioneritas yaitu melakukan uji kointegrasi yang bertujuan untuk melihat apakah terdapat hubungan jangka panjang antar variabel. Pada uji kointegrasi ini menggunakan *bound test*. Interpretasi *bound test* dilakukan dengan ketentuan membandingkan nilai F-test terhadap nilai kritis batas bawah (*Lower Bound*) dan batas atas (*Upper*

Bound). Jika nilai F test > nilai *Upper Bound* dan *Lower Bound* maka terdapat kointegrasi antara sesama variabel selama periode penelitian.

Tabel 4.3 Hasil ARDL *Bound Test*

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)		K	F-Statistik
(1, 1, 0, 1,1,1,0)			
RJII = F(Inf, BI rate, LKurs, LCd, LHMD, LHED)		6	23,180
Signifikansi	Nilai Kritis (Critical Value)		
	Lower Bound I(0)	Upper Bound I(1)	
10%	1,99	2,94	
5%	2,27	3,28	
1%	2,89	3,99	

Berdasarkan tabel 4.3 hasil ARDL *Bound test* menunjukkan nilai f-statistik sebesar 23,180. Metode pemilihan lag menggunakan *Akaike Information Criterion* (AIC), dengan lag pilihan yaitu (1,1,0,1,1,1,0). Pada model tersebut variabel dependen RJII menggunakan lag 1 sementara variabel independen lainnya memiliki struktur lag yang berbeda sesuai dengan ketentuan berdasarkan kriteria AIC yang menghasilkan model terbaik. Dalam pengujian ini jumlah variabel independen (K) adalah 6 variabel tersebut yaitu inflasi, BI *rate*, kurs, cadangan devisa, harga minyak dunia, dan harga emas dunia. Hasil keberadaan hubungan jangka panjang tersebut mengindikasikan bahwa tren dari RJII tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental perusahaan saja, faktor makroekonomi juga menunjukkan keterkaitan yang signifikan terhadap RJII. Hal tersebut terangkum pada hasil *bound test* yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antar variabel penelitian yang ditunjukkan oleh nilai F-statistik > daripada nilai *lower bound* dan *upper bound*. Berdasarkan hasil tersebut, maka H_1 diterima dan H_0 ditolak. Dalam teori pasar modal, return saham merupakan bagian dari ekspetasi investor terhadap harapan keuntungan dimasa depan. Sedangkan variabel makroekonomi seperti inflasi, BI *rate*, kurs, cadangan devisa, harga minyak dunia

dan harga emas dunia merupakan beberapa indikator yang dapat mempengaruhi interaksi ekonomi, daya beli masyarakat, biaya produksi, stabilitas pasar keuangan, serta arus investasi. Oleh sebab itu, perubahan dari setiap variabel makroekonomi tersebut dapat mempengaruhi return saham yang ditinjau dari persepsi investor serta kinerja perusahaan. Hal tersebut didukung oleh temuan oleh Khan dan Masum menyatakan bahwa salah satu variabel makroekonomi yaitu nilai tukar (kurs) memiliki hubungan yang kuat dengan *return* saham.¹⁸² Temuan oleh Wahyudi dan Qoyum juga membahas adanya hubungan jangka panjang antara inflasi, nilai tukar, suku bunga acuan, harga minyak dan harga emas terhadap *Jakarta Islamic Index* (JII).¹⁸³

Keberadaan hubungan jangka panjang antara variabel makroekonomi domestik dan global terhadap *Return Jakarta Islamic Indeks* (RJII) dinilai mencerminkan stabilitas perekonomian secara keseluruhan, sesuai dengan prinsip yang dikemukakan dalam teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT) mengasumsikan bahwa faktor-faktor makroekonomi mempengaruhi harga aset seperti inflasi, suku bunga serta perubahan pada kebijakan fiskal. APT juga menjelaskan bahwa *return* suatu aset dapat dipengaruhi berbagai faktor yang di analisis secara individual. Oleh sebab itu, dengan melibatkan beberapa faktor risiko, model dapat dibangun secara lebih fleksibel untuk menggambarkan imbal hasil aset.¹⁸⁴ Selanjutnya secara lebih rinci terkait hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara variabel Inflasi, *BI Rate*, Kurs, Cadangan Devisa, Harga Minyak Dunia dan Harga Emas Dunia terhadap *Return Jakarta Islamic Index* (JII) pada tabel 4.4 berikut:

¹⁸² Md. Fazlul Huq Khan and Billah Md. Masum, 'Macroeconomic Factors and Stock Exchange Return: A Statistical Analysis', 2014, doi:<https://doi.org/10.48550/arXiv.2305.02229>.

¹⁸³ Dian Wahyudi and Abdul Qoyum, 'Macroeconomic Variables and Jakarta Islamic Index (Jii) in Indonesia: An Approach of Error Correction Model', *Jurnal Ekonomi Islam Sunan Kalijaga*, 2.3 (2022), pp. 47–70.

¹⁸⁴ Aryanto Tinambunan and Kornel Munthe, *Pasar Dan Lembaga Keuangan Teori Dan Aplikasi* (ADAB, 2025).

Tabel 4.4 Hasil Estimasi Jangka Panjang Dan Jangka Pendek

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	p-value
Long-run Regressors				
C	46,922	86,716	0,541	0,589
INF (-1)	3,569***	1,245	2,866	0,005
BIR	-0,454	0,371	-1,224	0,223
LKURS(-1)	-1,122	10,409	-0,108	0,914
LCD (-1)	-16,097*	8,530	-1,887	0,062
LHMD (-1)	-0,548	1,556	-0,352	0,725
LHED	6,189**	2,955	2,094	0,038
Short-run Regressors				
D(INF)	1,538**	0,721	2,713	0,035
D(LKURS)	-75,346***	16,014	-4,705	0,000
D(LCD)	12,061	15,898	0,759	0,450
D(LHMD)	5,565*	3,330	1,672	0,097
R-squared				
Adjusted R ²	0,647			
F-statistic	60,466			
Prob(F-stat)	0,000			
DW	1,986			
Normalitas residual				
J-B	3,251 (0,197)			
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	0,150 (0,861)			
Obs*R-squared	0,336 (0,846)			
Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	1,180 (0,256)			
Obs*R-squared	74,893 (0,293)			
Ramsey RESET Test				
t-statistic	0,047 (0,963)			
F-statistic	0,002 (0,963)			

Angka dalam tanda () adalah nilai p-value.

*) **) ***) mengindikasikan signifikan 10%, 5% dan 1%.

Berdasarkan tabel 4.4 menunjukkan bahwa variabel inflasi memiliki hubungan jangka panjang dan jangka pendek. Nilai p-value dengan tingkat signifikan 10% untuk jangka panjang sebesar 3,569 ketika terjadi kenaikan 1 persen pada inflasi pada satu periode sebelumnya, maka akan meningkatkan RJII sekitar 3,57 persen. Sedangkan jangka pendek, nilai p-value sebesar 0,03 dan nilai koefisien bernilai positif sebesar 1,538 apabila terjadi peningkatan

sebesar 1 persen pada inflasi maka akan meningkatkan RJII sebesar 1,54 persen. Koefisien dari jangka pendek dan jangka panjang bernilai positif, hal tersebut menunjukkan bahwa inflasi memiliki hubungan positif terhadap RJII. Secara teori, ketika inflasi terjadi dalam jangka waktu panjang, maka secara keseluruhan akan mengurangi investasi dalam aktivitas perekonomian sehingga hal tersebut dapat menghambat pertumbuhan ekonomi. Kemudian pemindahan modal pada situasi inflasi yang tinggi, karena investor cenderung memilih menyimpan asetnya kepada investasi yang lebih aman seperti investasi pada emas. Kemudian inflasi juga berdampak pada penanaman modal asing, ketika negara tersebut mengalami inflasi tinggi sehingga terlihat kurang kompetitif ketika terjadinya penarikan kembali modal asing dikarenakan investor asing merasa khawatir terhadap stabilitas ekonomi dan potensi profit.

Namun disisi lain, Perlindungan terhadap inflasi juga menjadi tujuan penting untuk menjaga daya beli masyarakat sehingga investor mencari aset yang dapat memberikan tingkat *return* di atas tingkat inflasi. Saham dianggap sebagai lindung nilai yang baik terhadap inflasi, karena perusahaan dapat membebankan kenaikan biaya kepada konsumen, sehingga mempertahankan margin keuntungan mereka. Dengan memasukkan investasi yang dilindungi inflasi ke dalam portofolio, maka investor dapat memastikan bahwa modal mereka mempertahankan nilai dan daya belinya dalam jangka panjang.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Majid yang menyatakan bahwa terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara variabel inflasi, jumlah uang beredar dan nilai tukar terhadap *return* saham syariah serta berpengaruh positif dan signifikan. Pada jangka panjang penelitian ini didukung oleh penelitian Chaudhary dan Marrow menyatakan bahwa inflasi memiliki hubungan yang kuat terhadap *return* saham dalam jangka panjang. Namun hasil penelitian dalam jangka pendek tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya, dimana tidak ada pengaruh jangka pendek antara inflasi dan JII. Hal ini dikarenakan bahwa setiap guncangan yang memaksa

harga saham syariah keluar dari nilai jangka panjangnya akan membutuhkan waktu lama lagi bagi harga untuk kembali ke keseimbangannya kecuali ada guncangan lain yang melawan guncangan awal tersebut.¹⁸⁵ Namun menurut Nketsiah dalam temuannya menyatakan bahwa terdapat hubungan jangka panjang dan jangka pendek antara inflasi dan *return* saham. Inflasi sebagai salah satu variabel makroekonomi dapat dikatakan memiliki pengaruh terhadap investasi dan keputusan yang dibuat oleh investor. Hasil tersebut sejalan dengan efek *Fisher* bahwa inflasi memiliki pengaruh positif terhadap imbal hasil saham.¹⁸⁶

Variabel *BI rate* tidak memiliki hubungan jangka panjang dengan nilai *p-value* 0,22 dengan koefisien sebesar -0,454. Dalam teori menyatakan, *BI rate* menjadi salah satu indikator makroekonomi yang merupakan bagian dari analisis fundamental saham. Dampak dari tingkat suku bunga yang tinggi dapat meningkatkan biaya modal perusahaan, sehingga tingkat suku bunga yang tinggi akan membuat ekspektasi investor akan *return* dari investasi juga meningkat. Namun, tingkat suku bunga berdasarkan *BI rate* juga bukan menjadi hal utama dalam mengukur *return* saham perusahaan karena pasar saham cenderung melihat risiko lainnya seperti risiko pasar dan risiko politik.

Hasil ini relevan dengan temuan yang dilakukan oleh Fauzan menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara *BI rate* terhadap *return* indeks saham syariah dalam jangka panjang.¹⁸⁷ Namun bertolak belakang dengan penelitian oleh Putri dan Ramadhani menyatakan bahwa terdapat hubungan jangka panjang saham keuangan Bank memiliki hubungan jangka panjang terhadap

¹⁸⁵ Majid, 'The Short-Run And Long-Run Relationship In Indonesian Islamic Stock Returns'.

¹⁸⁶ Isaac Nketsiah, 'Determining the Relationship Between Stock Returns and Inflation – Evidence from the Ghana Stock Exchange', *Research Journal Of Economics & Business Studies*, 06.09 (2017), pp. 11–17.

¹⁸⁷ Edri Fauzan and others, 'Analisis Pengaruh Jangka Pendek Dan Jangka Panjang Variabel Makroekonomi Terhadap Return Indeks Saham Syariah Periode 2014-2018', *Jurnal Wawasan Dan Riset Akuntansi*, 7.1 (2019), pp. 17–27.

BI7DRR, hasil tersebut menjelaskan bahwa *return* saham sektor keuangan memiliki sensitivitas terhadap suku bunga.¹⁸⁸ Pada jangka pendek BI *rate* tidak menunjukkan adanya hubungan dalam jangka pendek. Penelitian yang dilakukan oleh Novriyani memaparkan tidak terdapat hubungan jangka pendek dan juga tidak memiliki pengaruh positif antara BI *rate* terhadap *return* saham.¹⁸⁹ Dampak dari kenaikan suku bunga terhadap pasar saham berdampak negatif pada pasar saham, menurut temuan Jeongsim Kim, *Federal reserve* (FED) menaikkan suku bunga acuannya sebesar 75 basis poin (bps). Jalur agresif FED telah memperkuat dolar AS dibandingkan mata uang lainnya, sehingga berdampak pada pasar saham Korea.¹⁹⁰ Namun hasil tersebut bertolak belakang dengan temuan Harsanico dan Sugiyanto menunjukkan hasil dalam jangka pendek BI *rate* memiliki hubungan terhadap suku bunga BI dan meningkatkan *return* saham indeks IDX30.¹⁹¹

Variabel Kurs rupiah terhadap dolar tidak memiliki hubungan jangka panjang terhadap RJII pada signifikansi 10% karena nilai p-value berada pada angka 0,914. Namun RJII dan kurs memiliki hubungan dalam jangka pendek dengan nilai p-value sebesar 0,000 dengan nilai signifikan 1 persen. Serta nilai koefisien sebesar -75,346. Hal tersebut menunjukkan apabila terjadi kenaikan kurs sebesar 1 IDR/USD maka akan menurunkan RJII sebesar 75,35 persen. Teori mengatakan, Penguatan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS berdampak pada penurunan beban utang internasional dan biaya impor bahan baku terkhusus pada sektor-sektor yang terikat

¹⁸⁸ Amanda Karina Putri and Annisa Alifa Ramadhani, 'Analisis Perbandingan Impulse Response Return Saham Keuangan Bank Dan Non-Bank Terhadap Suku Bunga BI7DRR Di Indonesia', 8.6 (2025), pp. 639–47.

¹⁸⁹ Novriyani, 'Inflation And Interest Rate With Exchange As Intervening Variables : On Stock Return', *Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 10.2 (2021), pp. 68–79.

¹⁹⁰ Jeongsim Kim, 'Stock Market Reaction to US Interest Rate Hike : Evidence from an Emerging Market', *Heliyon*, 9.5 (2023), doi:10.1016/j.heliyon.2023.e15758.

¹⁹¹ Andreas Billyarta Harsanico and Sugiyanto, 'Makroekonomi & Teori Portofolio Aset Dalam Idx30: Retur Saham 2013-2020', *Jurnal Ilmu Ekonomi Dan Pembangunan*, 23.1 (2023), pp. 34–43.

pada impor seperti sektor properti, infrastruktur dan industri. Hal tersebut dapat memperbaiki neraca perusahaan sehingga ekspektasi investor terhadap laba perusahaan akan meningkat yang kemudian berefek pada meningkatnya *return* indeks sektoral dan harga saham. Hasil ini sejalan dengan temuan Lee dan Brahmasrene yang mengemukakan bahwa terdapat hubungan jangka pendek antara nilai tukar yen dengan harga saham gabungan korea. Pengaruh negatif yang terindikasi pada lag pertama dan kedua menggambarkan bahwa dampak dari pelemahan kurs berdampak hingga pada periode berikutnya tidak hanya pada periode berjalan saja.¹⁹² Namun hasil tersebut berbeda dengan penelitian Pribawa menyatakan bahwa indeks JII menunjukkan respon positif terhadap gejolak nilai tukar, dengan begitu ketika nilai tukar mengalami guncangan maka akan meningkatkan nilai *Jakarta Islamic Indeks*.¹⁹³

Variabel Cadangan devisa hanya memiliki hubungan jangka panjang pada taraf signifikan 10% terhadap RJII. Nilai koefisien yaitu -16,097. Artinya yaitu ketika cadangan devisa meningkat 1 miliar dolar AS maka akan mengurangi RJII sebesar 16,10 persen. Sementara pada jangka pendek cadangan devisa tidak memiliki pengaruh maupun hubungan dalam jangka panjang terhadap RJII. Hal tersebut menunjukkan bahwa perubahan cadangan devisa tidak secara langsung berdampak pada RJII. Kondisi ini merupakan wujud dari respon pasar terhadap perubahan cadangan devisa bergantung pada kondisi latar belakang dari makroekonomi. Karena apabila terjadi kenaikan cadangan devisa tidak sepenuhnya diterjemahkan investor sebagai sinyal positif bagi pasar saham. hubungan jangka pendek yang terjadi disebabkan oleh cadangan devisa yang berasal dari arus modal jangka pendek serta kebijakan moneter yang berefek pada berkurangnya likuiditas pasar modal. Kondisi tersebut

¹⁹² Jung Wan Lee and Tantatape Brahmasrene, 'Long-Run and Short-Run Causality from Exchange Rates to the Korea Composite Stock Price Index *', *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6.2 (2019), pp. 257–67.

¹⁹³ Pribawa E Pantas, 'Guncangan Variabel Makroekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index (JII)', *Cakrawala: Jurnal Studi Islam*, XII.1 (2017), pp. 28–43.

dilatarbelakangi oleh kenaikan cadangan devisa dalam jangka pendek umumnya berasal dari masuknya dana asing yang bersifat spekulatif dan rentan beralih mengikuti perubahan ekonomi global.¹⁹⁴

Harga minyak dunia memiliki pengaruh positif dalam jangka pendek dengan pada taraf signifikan 10% dan nilai p-value sebesar 0,097 dan nilai koefisiennya sebesar 5,565, sehingga apabila terjadi kenaikan harga minyak dunia sebesar 1 USD/barel maka akan meningkatkan RJII sebesar 5,57 persen. Dalam teori, harga minyak dunia memiliki pengaruh terhadap kinerja saham, yang dimana ketika terjadi pertumbuhan ekonomi, harga minyak dunia berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* pasar saham, akan tetapi saat ekonomi mengalami resesi, harga minyak dunia tidak lagi menjadi faktor yang dapat memprediksi pergerakan saham.

Hasil tersebut sejalan dengan penelitian Paresh, dkk menyatakan bahwa saham-saham syariah bereaksi signifikan secara statistik terhadap harga minyak. Harga minyak mempengaruhi pasar saham secara homogen.¹⁹⁵ Temuan oleh Noval Suhendra, dkk mengemukakan bahwa harga minyak dunia berpengaruh positif dan signifikan terhadap IHSG. Hal ini merupakan dampak dari konflik Rusia-Ukraina sehingga kondisi tersebut menjadi peluang bagi Indonesia untuk melakukan ekspor energi seperti barang tambang dan komoditas lainnya. Oleh karena itu berpengaruh terhadap tingkat ekspor Indonesia sehingga menarik minat investor untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia.¹⁹⁶ Namun hasil tersebut berseberangan dengan temuan Muramalla dan Alqahtani

¹⁹⁴ Olivier Jeanne and Damiano Sandri, 'Global Financial Cycle and Liquidity Management', *Journal of International Economics*, 146 (2023), pp. 1–20.

¹⁹⁵ Paresh Kumar Narayan and Dkk, 'Does Islamic Stock Sensitivity to Oil Prices Have Economic Significance?', *Pacific-Basin Finance Journal*, 2017, 2018, doi:10.1016/j.pacfin.2018.04.003.

¹⁹⁶ Noval Suhendra and Dkk, 'Forecasting Pergerakan Harga Saham Indonesia Ditengah Ketidakpastian Global : Sebuah Pendekatan ARDL', *Jurnal Investasi Islam*, 8.1 (2023), pp. 58–75.

menyatakan bahwa tidak ada hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara harga minyak dunia dan indeks pasar saham Indonesia. Akan tetapi relevan dengan hasil penelitian ini yang menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh jangka panjang antara harga minyak dunia dan RJII.¹⁹⁷

Harga emas dunia memiliki pengaruh jangka panjang terhadap *return* JII dengan nilai p-value sebesar 0,038 pada taraf signifikan 10%. Nilai koefisien bernilai negatif sebesar 6,189, sehingga apabila terjadi kenaikan harga emas dunia sebesar 1 USD/Oz maka akan meningkatkan RJII sebesar 6,19 persen. Hasil tersebut relevan dengan temuan Zulfahani, dkk menyatakan bahwa terdapat pengaruh jangka panjang antara harga emas dunia terhadap ISSI.¹⁹⁸ Berbeda dengan penelitian oleh Yahya, dkk mengemukakan bahwa harga emas tidak memiliki pengaruh jangka panjang, hal tersebut dikarenakan harga emas bukan variabel yang valid untuk memprediksi perubahan harga saham syariah.¹⁹⁹ Pada jangka pendek harga emas dunia tidak berpengaruh terhadap RJII, hasil tersebut relevan dengan hasil sebelumnya dan hasil dari penelitian ini bahwa dalam jangka pendek harga emas dunia tidak memiliki pengaruh terhadap ISSI.²⁰⁰ Berdasarkan teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT) harga saham hanya bereaksi terhadap sejumlah faktor makroekonomi seperti inflasi, suku bunga serta perubahan kebijakan fiskal.²⁰¹ Emas merupakan komoditas spekulatif dan dianggap sebagai aset lindung nilai bagi investor, sehingga perubahan harga

¹⁹⁷ Venkata sai Srinivasa Muramalla and Hassan Ali Alqahtani, 'Long Run Association of Oil Prices and Stock Prices: A Case of Indonesia', *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10.5 (2020), pp. 593–600.

¹⁹⁸ Zulfahani and Dkk, 'Pengaruh Harga Emas Dunia, Jumlah Uang Beredar, Inflasi, Dan Zakat Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)', *Jurnal Ilmu Ekonomi Dan Pembangunan*, 6.2 (2023).

¹⁹⁹ Mohd Yahya, 'The Link between Gold Price, Oil Price and Islamic Stock Market: Experience from Malaysia', *Journal Of Studies In Social Sciences*, 4.2 (2013), pp. 161–82.

²⁰⁰ Zulfahani and Dkk, 'Pengaruh Harga Emas Dunia, Jumlah Uang Beredar, Inflasi, Dan Zakat Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)'.

²⁰¹ Aryanto Tinambunan and Kornel Munthe, *Pasar Dan Lembaga Keuangan (Teori Dan Aplikasi)* (ADAB, 2025).

emas kerap kali diabaikan oleh model valuasi saham pada jangka pendek. Karena harga emas tidak masuk dalam struktur biaya dan pendapatan utama emiten saham, terutama bagi saham non tambang di *Jakarta Islamic Index* (JII).

4.5 Uji ARDL ECM (*Error Corection Model*)

Berdasarkan hasil Bound Test menunjukkan bahwa $f\text{-statistic} > \text{Upper bound}$ maka terdapat kointegrasi, sehingga terdapat hubungan jangka panjang. Oleh karena itu, Model ARDL secara otomatis dapat ditulis dalam bentuk *Error Corection Model* (ECM). Berikut ini merupakan *output* ECM:

Tabel 4.5 Hasil *Error Corection Model* (ECM)

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob*
<i>Cointegrating Equation</i>				
COINTEQ	-1,037	0,074	-14,013	0,000

Nilai ECT(COINTEQ) sebesar -1,037 dengan p-value 0,000 menunjukkan bahwa *Error Corection Term* bernilai negatif dan signifikan. Hal ini berarti terdapat mekanisme penyesuaian dari ketidakseimbangan jangka pendek menuju jangka panjang, sehingga model ARDL-ECM yang diestimasi Valid. Berdasarkan nilai koefisien -1,037 menyatakan bahwa sekitar 103,71% penyimpangan dari keseimbangan jangka panjang pada periode sebelumnya akan dikoreksi dari satu periode. Karena nilainya sedikit lebih besar dari -1, proses penyesuaian tersebut dinilai sangat cepat. Artinya bahwa, sistem tidak hanya kembali ke titik keseimbangan, akan tetapi sedikit melewati titik keseimbangan sebelum akhirnya stabil kembali pada periode berikutnya.

4.6 Uji Diagnostik

4.6.1 Uji Normalitas

Uji Normalitas merupakan langkah untuk memenuhi syarat statistik inferensial yaitu data harus berdistribusi normal. Untuk melihat data sudah berdistribusi normal atau tidak adalah nilai probabilitas harus lebih besar dari 0,05 maka dapat dinyatakan bahwa residual data berdistribusi normal. Pada penelitian ini, nilai p-value berada pada $0,197 > 0,05$ maka data berdistribusi normal.

4.6.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk melihat apakah terjadi terjadi perbedaan antara *variance* dan nilai residual antara interval pengamatan yang berbeda. Ketentuan dalam pengambilan keputusan dalam uji heteroskedastisitas terdapat beberapa pilihan model uji, pada penelitian ini menggunakan uji *white* dengan ketentuan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai signifikansi sebesar $0,293 > 0,05$. Maka data tersebut bebas heteroskedastisitas.

4.6.3 Uji Autokolerasi

Uji Autokolerasi digunakan untuk melihat apakah terdapat kesalahan residual pada periode t berkorelasi dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Penelitian ini menggunakan *Breusch-Godfrey LM Test* untuk melihat permasalahan autokolerasi. Ketentuan uji ini yaitu dengan melihat nilai probabilitas *chi-square* $>$ tingkat signifikansi. Hasil yang diperoleh yaitu $0,846 > 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah autokolerasi dalam model ini.

4.6.4 Uji Spesifikasi Model (*Ramsey reset*)

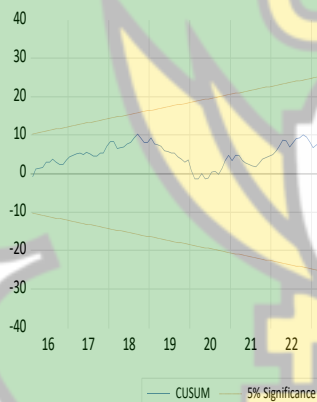
Uji parameter model digunakan untuk menguji asumsi linieritas model. Uji tersebut menggunakan uji *Ramsey Reset*. Ketentuan pada uji *ramsey reset* yaitu dengan melihat nilai prob F dan nilai prob t . Apabila nilai prob f -statistik dan prob t -statistik lebih besar dari taraf signifikan 5% maka model terqualifikasi dengan tepat/model linier.

Hasil penelitian ini memperoleh nilai prob f-statistik yaitu $0,963 > 0,05$ dan nilai prob t-statistik sebesar $0,963 > 0,05$. Maka model dalam penelitian ini sudah terspesifikasi dengan tepat.

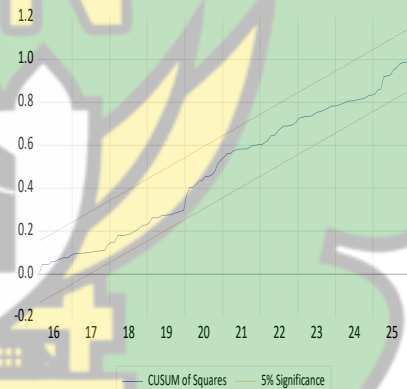
4.7 Uji Stabilitas Model

Pengukuran terhadap stabilitas koefisien pada model ARDL dapat di uji melalui grafik *Cumulative Sum Of Recursive Residuals* (CUSUM) dan *Cusum Of Squares* (CUSUMQ). Uji ini dilakukan untuk memastikan bahwa parameter model tetap stabil selama periode pengamatan dengan melihat batas kepercayaan pada tingkat signifikansi 5%. Berikut ini merupakan grafik CUSUM dan CUSUMQ:

Gambar 4.8 Grafik Cusum



Gambar 4.9 Grafik Cusum Of Squares



Grafik yang di hasilkan dari uji CUSUM yang digambarkan pada grafik 4.8, menunjukkan bahwa grafik tersebut berada dalam batas kepercayaan 5%, hal tersebut menunjukkan bahwa parameter model yang di estimasi tetap stabil sepanjang periode studi untuk model ARDL. Kemudian uji CUSUMQ yang diilustrasikan pada grafik 4.9 bahwa model tersebut sudah stabil dikarenakan garis statistik uji tetap berada dalam batas kepercayaan pada tingkat signifikansi 5%. Dengan demikian, penjelasan dari analisis sebelumnya terkait hubungan dinamis antara variabel-variabel yang

di amati yaitu RJII, inflasi, BI *rate*, kurs, cadangan devisa, harga minyak dunia dan harga emas dunia memenuhi keandalan dan keakuratan model dengan tingkat kepercayaan 95 %.

4.8 Pengujian Hipotesis

4.8.1 Hasil Pengujian Hipotesis Inflasi Terhadap *Return Jakarta Islamic Index (RJII)*

Berdasarkan hasil uji ARDL inflasi terhadap RJII untuk dalam jangka waktu pendek, inflasi memperoleh nilai p-value dengan tingkat signifikan 10% untuk jangka panjang sebesar 0,005. Nilai koefisien sebesar 3,569, maka ketika terjadi kenaikan 1 persen pada inflasi pada satu periode sebelumnya, maka akan meningkatkan RJII sekitar 3,57 persen. Sedangkan jangka pendek, nilai p-value sebesar 0,03 dan nilai koefisien sebesar 1,538, maka apabila terjadi peningkatan sebesar 1 persen maka akan meningkatkan RJII sebesar 1,54 persen maka dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif dalam jangka panjang dan jangka pendek antara inflasi terhadap RJII. Dari penjabaran tersebut untuk jangka panjang dan jangka pendek maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Ketika inflasi terjadi dalam jangka waktu panjang, maka secara keseluruhan akan mengurangi investasi dalam aktivitas perekonomian sehingga hal tersebut dapat menghambat pertumbuhan ekonomi. Kemudian pemindahan modal pada situasi inflasi yang tinggi, karena investor cenderung memilih menyimpan asetnya kepada investasi yang lebih aman seperti investasi pada emas. Lalu dampak dari penyesuaian harga dan pendapatan inflasi juga akan berakibat pada kenaikan harga barang dan jasa sehingga investor harus menimbang risiko dan profit sebelum memutuskan untuk berinvestasi. Perlindungan terhadap inflasi juga menjadi tujuan penting untuk menjaga daya beli masyarakat sehingga investor mencari aset yang dapat memberikan tingkat *return* di atas tingkat inflasi.

Saham dianggap sebagai lindung nilai yang baik terhadap inflasi, karena perusahaan dapat membebaskan kenaikan biaya kepada konsumen, sehingga mempertahankan margin keuntungan

mereka. Hasil pengujian hipotesis yang pertama menyatakan bahwa inflasi berpengaruh terhadap *return* JII dalam jangka pendek dan jangka panjang diterima. Hasil uji dalam penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya, seperti penelitian yang dilakukan oleh Suliyani dan Benarda menyatakan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap *return* saham syariah.²⁰² Hasil tersebut juga selaras dengan temuan yang dilakukan oleh Candy dan Winardy yang mengemukakan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap *stock return* indeks saham LQ45.²⁰³ Pada jangka pendek temuan oleh Kuwornu menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham.²⁰⁴ Temuan oleh Prasetyo, dkk juga menyatakan bahwa inflasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *return* JII.²⁰⁵ Namun hasil tersebut berbeda dengan beberapa penelitian lain, seperti penelitian Multazam²⁰⁶, Jabar dan Cahyadi²⁰⁷ menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham syariah di *Jakarta Islamic Index* (JII).

²⁰² Agustina Suliyani and Benarda, 'Pengaruh Ukuran Perusahaan, Inflasi Dan Suku Bunga Sbi Terhadap Return Saham Syariah Di Jakarta Islamic Index (Jii) Periode 2016-2020', *Jurnal Perbankan Syariah Darussalam*, 3.1 (2023), pp. 22–30.

²⁰³ Candy and Anton Winardy, 'Pengaruh Faktor Ekonomi Makro Terhadap Stock Return Pada Indeks Saham LQ45', *Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah*, 2.1 (2019), pp. 65–79.

²⁰⁴ Kuwornu, 'Macroeconomic Variables and Stock Market Returns : Full Information Maximum Likelihood Estimation'.

²⁰⁵ Exchange Rate and Gold Price Fluctuations, 'Pengaruh Variabel Ekonomi Makro(Inflasi, Kurs, Rupiah Dan Fluktuasi Harga Emas Dunia) Terhadap Return Saham Syariah', *Jurnal Hukum Dan Ekonomi Islam*, 18.1 (2019), pp. 196–232.

²⁰⁶ Agung Multazam, 'Serta Pertumbuhan Ekonomi Terhadap Return Saham Syariah Pada Jakarta Islamic Index Indonesia Pendahuluan', *Iqtishodia: Jurnal Ekonomi Syariah*, 3.2 (2018), pp. 132–51.

²⁰⁷ Jabar and Cahyadi, 'Pengaruh Exchange Rate , Inflasi , Risiko Sistematis Dan BI Rate Terhadap Return Saham Syariah Di Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2015-2018'.

Di sisi lain dari temuan Anggraeni dan Johari²⁰⁸, Yusfiarto dan Pambekti²⁰⁹ terdapat perbedaan bahwa inflasi tidak berpengaruh terhadap *return* JII.

4.8.2 Hasil Pengujian Hipotesis BI Rate Terhadap Return Jakarta Islamic Index (JII)

Berdasarkan hasil uji ARDL BI *rate* terhadap RJII tidak berpengaruh dalam jangka pendek dan tidak memberikan kontribusi signifikan sehingga BI *rate* tidak terpilih oleh *lag selection otomatis* model AIC yang terpilih otomatis dari *software eviews*. Pada jangka panjang, nilai koefisien yang bernilai negatif sebesar 0,454 dengan nilai p-value $0,223 > 0,1$ maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh dalam jangka panjang antara BI *rate* terhadap RJII. Dari penjabaran tersebut maka H_{02} diterima dan H_2 ditolak untuk jangka panjang dan jangka pendek. BI *rate* menjadi salah satu indikator makroekonomi yang merupakan bagian dari analisis fundamental saham. Dampak dari tingkat suku bunga yang tinggi dapat meningkatkan biaya modal perusahaan, sehingga tingkat suku bunga yang tinggi akan membuat ekspektasi investor akan *return* dari investasi juga meningkat. Namun, tingkat suku bunga berdasarkan BI *rate* juga bukan menjadi hal utama dalam mengukur *return* saham perusahaan karena pasar saham cenderung melihat risiko lainnya seperti risiko pasar dan risiko politik. Hal tersebut bisa berupa dampak dari kabar negatif dari konflik politik, sehingga sentimen negatif tersebut menyebabkan para investor beralih ke negara lain agar terhindar dari risiko investasi saham, sehingga menyebabkan *return* saham yang diperoleh juga turut menurun.

Hasil Pengujian hipotesis kedua menyatakan bahwa BI *rate* tidak berpengaruh terhadap *return* JII dalam jangka pendek dan jangka panjang ditolak. Hasil uji dalam penelitian ini didukung oleh Fauzan menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara BI *rate*

²⁰⁸ Anggraeni and Johari, 'Efek Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Aktual Saham Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2014 -2020'.

²⁰⁹ Yusfiarto and Pambekti, 'Analisis Pengaruh Variabel Makro Terhadap Return Indeks Saham Syariah Di Indonesia : Studi Pada Fenomena Perang Dagang Global'.

terhadap *return* indeks saham syariah dalam jangka panjang.²¹⁰ Temuan tersebut juga didukung oleh Novriyani menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan jangka pendek dan juga tidak memiliki pengaruh positif antara *BI rate* terhadap *return* saham.²¹¹ Temuan tersebut berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Budi dan Faizin menyatakan bahwa dalam jangka panjang dan jangka pendek *BI rate* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Ketika *BI rate* meningkat maka akan memberikan kepercayaan kepada investor bahwa nilai investasi mereka terlindungi dari depresiasi.²¹² Dari penjabaran tersebut maka H_{01} diterima dan H_2 ditolak untuk jangka panjang dan jangka pendek.

4.8.3 Hasil Pengujian Hipotesis Kurs Terhadap Return Jakarta Islamic Index (JII)

Berdasarkan hasil uji ARDL kurs terhadap RJII untuk dalam jangka waktu pendek, kurs memperoleh nilai p-value sebesar $0,000 < 0,1$ maka dapat disimpulkan bahwa kurs memiliki pengaruh dalam jangka pendek terhadap RJII. Nilai koefisien bernilai negatif sebesar 75,346 menunjukkan kurs berpengaruh negatif terhadap RJII karena nilai koefisien bernilai negatif. Oleh karena itu dapat dinyatakan bahwa apabila terjadi kenaikan sebesar 1 IDR/USD pada kurs maka akan menurunkan RJII sebesar 75,35 %. Kemudian Pada jangka panjang kurs tidak memiliki pengaruh terhadap RJII dengan nilai p-value $0,914 > 0,1$ dengan koefisien bernilai negatif sebesar 1,122 maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh antara kurs terhadap RJII dalam jangka panjang. Dari penjabaran tersebut maka pada jangka panjang H_{03} diterima dan H_3 ditolak sedangkan pada jangka pendek H_{03} ditolak dan H_3 diterima. Penguatan nilai tukar

²¹⁰ Fauzan and others, 'Analisis Pengaruh Jangka Pendek Dan Jangka Panjang Variabel Makroekonomi Terhadap Return Indeks Saham Syariah Periode 2014-2018'.

²¹¹ Novriyani, 'Inflation And Interest Rate With Exchange As Intervening Variables : On Stock Return'.

²¹² Bagus Setiyo Budi and Moh Faizin, 'The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Returns of The Jakarta Islamic Index : A Panel Vector Error Correction Model Approach', *Etihad: Journal of Islamic Banking and Finance*, 4.1 (2024), pp. 1–16, doi:10.21154/etihad.v4i1.9019.

rupiah terhadap dolar AS berdampak pada penurunan beban utang internasional dan biaya impor bahan baku terkhusus pada sektor-sektor yang terikat pada impor seperti sektor properti, infrastruktur dan industri. Hal tersebut dapat memperbaiki neraca perusahaan sehingga ekspektasi investor terhadap laba perusahaan akan meningkat yang kemudian berefek pada meningkatnya return indeks sektoral dan harga saham.

Hasil Pengujian hipotesis ketiga menyatakan bahwa kurs tidak berpengaruh terhadap *return* JII dalam jangka panjang dan berpengaruh pada jangka pendek. Hasil uji dalam penelitian ini didukung oleh Fauziyah, dkk menjelaskan bahwa tidak terdapat pengaruh dalam jangka panjang, namun dalam jangka pendek nilai tukar berpengaruh terhadap *return* JII.²¹³ Temuan yang dilakukan oleh Gasimova dan Ojaghglou²¹⁴, Sawitri²¹⁵ mengemukakan bahwa terdapat hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara nilai tukar terhadap *return* saham. Namun hasil tersebut berbeda dengan temuan yang dilakukan oleh Suryana, dkk menyatakan bahwa nilai tukar tidak berpengaruh terhadap *return* LQ45 dalam jangka panjang serta dalam jangka pendek nilai tukar berdampak negatif terhadap *return* LQ45.²¹⁶

4.8.4 Hasil Pengujian Hipotesis Cadangan Devisa Terhadap Return Jakarta Islamic Index (JII)

Berdasarkan hasil uji ARDL cadangan devisa terhadap RJII untuk dalam jangka waktu pendek, cadangan devisa memperoleh nilai p-value sebesar $0,450 > 0,1$ maka dapat disimpulkan bahwa

²¹³ Afifah Fauziyah and Dkk, 'The Effect of International Sharia Stock Movement , Macroeconomic Vari- Able , and Bank Indonesia Policy on Return Jakarta Islamic Index', *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6.2 (2023), pp. 257–67.

²¹⁴ Zahra Gasimova and Mortaza Ojaghglou, 'Asymmetric Impact Of Exchange Rate To Istanbul Stock Market : A Nonlinear Ardl Approach', *Journal of Social and Humanities Sciences Research*, 8.69 (2021), pp. 1248–54.

²¹⁵ Ghazali Syamni and Rizal Ansari, 'Exchange Rate , Stock Return , and Bond Return in Indonesia : An ARDL Approach', *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 26.4 (2022), pp. 874–91.

²¹⁶ Anisa Maulita Suryana and others, 'Macroeconomic Determinants of LQ 45 Stock Returns in Indonesia : An ARDL Analysis', 10.1 (2026), pp. 13–31.

cadangan devisa tidak memiliki pengaruh dalam jangka pendek terhadap RJII. Pada jangka panjang cadangan devisa memiliki pengaruh terhadap RJII dengan nilai $p\text{-value } 0,062 < 0,1$ dengan koefisien bernilai negatif sebesar 16,097 maka dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif dalam jangka panjang antara cadangan devisa terhadap RJII, berdasarkan hasil tersebut apabila terjadi kenaikan 1 miliar dolar AS pada cadangan devisa maka akan menurunkan RJII sebesar 16,10 %. Dari penjabaran tersebut maka pada jangka pendek H_0 diterima dan H_4 ditolak sedangkan pada jangka pendek H_{04} ditolak dan H_4 diterima. Cadangan devisa menyatakan bahwa cadangan devisa diyakini dapat meredam guncangan ketika terjadi guncangan krisis keuangan. Oleh sebab itu, cadangan devisa dinilai mampu menjaga stabilitas ekonomi suatu negara, sehingga kondisi tersebut menjadi penilaian investor terhadap pasar modal domestik. Di sisi lain cadangan devisa tidak secara langsung dapat mempengaruhi ekspektasi investor terhadap investasi saham, dikarenakan cadangan devisa merupakan indikator ketahanan eskternal.

Hasil Pengujian hipotesis keempat menyatakan bahwa cadangan devisa tidak berpengaruh terhadap *return* JII dalam jangka pendek dan berpengaruh pada jangka panjang. Hasil uji dalam penelitian ini didukung oleh temuan Fauziah, dkk menjelaskan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara cadangan devisa terhadap *return* JII. Pada jangka pendek cadangan devisa tidak berpengaruh terhadap *return* JII.²¹⁷ Hasil tersebut berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Anggraeni dan Johari menyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh antara cadangan devisa terhadap *return* JII.

²¹⁷ Fauziyah and Dkk, 'The Effect of International Sharia Stock Movement , Macroeconomic Vari- Able , and Bank Indonesia Policy on Return Jakarta Islamic Index'.

Hal tersebut menjelaskan bahwa investor tidak menjadikan cadangan devisa sebagai dasar utama dalam pengambilan keputusan dalam investasi saham di *Jakarta Islamic Indeks*.²¹⁸

4.8.5 Hasil Pengujian Hipotesis Harga Minyak Dunia Terhadap *Return Jakarta Islamic Index (JII)*

Berdasarkan hasil uji ARDL harga minyak dunia terhadap RJII untuk dalam jangka waktu panjang, harga minyak dunia memperoleh nilai p-value sebesar $0,725 > 0,1$ dapat disimpulkan bahwa harga minyak dunia tidak memiliki pengaruh dalam jangka pendek terhadap RJII. Pada jangka panjang harga minyak dunia memiliki pengaruh terhadap RJII dengan nilai p-value sebesar $0,097 < 0,1$ dengan koefisien senilai 5,565 maka dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh dalam jangka panjang antara harga minyak dunia terhadap RJII, berdasarkan hasil tersebut apabila terjadi kenaikan 1 USD/barel pada harga minyak dunia maka akan menaikkan RJII sebesar 5,57 %. Dari penjabaran tersebut maka pada jangka panjang H_{05} ditolak dan H_5 diterima sedangkan pada jangka pendek H_{05} diterima dan H_5 ditolak. Harga minyak dunia memiliki pengaruh terhadap kinerja saham, yang dimana ketika terjadi pertumbuhan ekonomi, harga minyak dunia berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* pasar saham, akan tetapi saat ekonomi mengalami resesi, harga minyak dunia tidak lagi menjadi faktor yang dapat memprediksi pergerakan saham. Investor di pasar modal Indonesia cenderung mempertimbangkan kondisi pasar secara menyeluruh. Hal tersebut dikarenakan kondisi pasar mempunyai peran penting dalam menilai kinerja saham jika dibandingkan dengan faktor eksternal yaitu seperti volatilitas harga minyak dunia. Hasil Pengujian hipotesis kelima menyatakan bahwa harga minyak dunia tidak berpengaruh terhadap *return* JII pada jangka panjang dan berpengaruh pada jangka pendek. Hasil uji dalam penelitian ini didukung oleh penelitian Muramalla dan Alqahtani tidak terdapat pengaruh harga minyak terhadap indeks saham Indonesia pada

²¹⁸ Anggraeni and Johari, 'Efek Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Aktual Saham Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2014 -2020'.

jangka panjang. Namun penelitian tersebut mengemukakan bahwa dalam jangka panjang tidak terdapat pengaruh antara harga minyak terhadap indeks saham Indonesia.²¹⁹ Hasil tersebut berseberangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Al-hajj, dkk mengemukakan bahwa dalam jangka panjang terdapat pengaruh harga minyak terhadap *return* pasar saham malaysia, dan dalam jangka pendek tidak terdapat pengaruh harga minyak terhadap *return* pasar saham malaysia.²²⁰

4.8.6 Hasil Pengujian Hipotesis Harga Emas Dunia Terhadap *Return Jakarta Islamic Index (JII)*

Berdasarkan hasil uji harga emas dunia terhadap RJII untuk dalam jangka waktu pendek, harga emas dunia tidak berpengaruh dalam jangka pendek dan tidak memberikan kontribusi signifikan sehingga harga emas dunia tidak terpilih oleh *lag selection otomatis* model AIC yang terpilih otomatis dari *software eviws*. Pada jangka panjang harga emas dunia memiliki pengaruh terhadap *return* JII, dikarenakan nilai p-value sebesar $0,038 < 0,1$ maka dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh dalam jangka panjang antara harga emas dunia terhadap *return* JII, nilai koefisien yang bernilai negatif sebesar 6,189 dengan terhadap RJII, berdasarkan hasil tersebut apabila terjadi kenaikan 1 USD/Oz pada harga emas dunia maka akan menurunkan RJII sebesar 6,19 %. Dari penjabaran tersebut maka pada jangka pendek H_{06} diterima dan H_6 ditolak sedangkan pada jangka panjang H_{06} ditolak dan H_6 diterima. Harga emas dunia kerap kali dianggap sebagai parameter kestabilan nilai aset.

²¹⁹ Muramalla and Alqahtani, 'Long Run Association of Oil Prices and Stock Prices : A Case of Indonesia'.

²²⁰ Ekhlal Al-hajj, Usama Al-mulali, and Sakiru Adebola Solarin, 'The Influence of Oil Price Shocks on Stock Market Returns : Fresh Evidence from Malaysia', *International Journal of Energy Economics and Policy*, 7.5 (2017), pp. 235–44.

Lonjakan harga emas dunia dapat memberikan sinyal positif bagi respon pasar, terkhusus pada saham yang bergerak disektor komoditas energi dan pertambangan yang memiliki nilai besar pada indeks pasar. Kenaikan yang terjadi pada harga emas dunia akan berdampak pada laba dan valuasi aset perusahaan yang ikut meningkat. Berdasarkan hal tersebut, maka *return* saham juga turut meningkat. Hasil Pengujian hipotesis keenam menyatakan bahwa harga emas dunia tidak berpengaruh terhadap *return* JII pada jangka pendek dan berpengaruh pada jangka panjang. Hasil uji dalam penelitian ini didukung oleh temuan Zulfahani, dkk menyatakan bahwa terdapat pengaruh jangka panjang antara harga emas dunia terhadap ISSI.²²¹ Berbeda dengan penelitian oleh Hussin, dkk mengemukakan bahwa harga emas tidak memiliki pengaruh jangka panjang, hal tersebut dikarenakan harga emas bukan variabel yang valid untuk memprediksi perubahan harga saham syariah.²²² Pada jangka pendek harga emas dunia tidak berpengaruh terhadap RJII, hasil tersebut relevan dengan hasil sebelumnya menyatakan bahwa dalam jangka pendek harga emas dunia tidak memiliki pengaruh terhadap ISSI.²²³

²²¹ Zulfahani and Dkk, 'Pengaruh Harga Emas Dunia, Jumlah Uang Beredar, Inflasi, Dan Zakat Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)'.

²²² Yahya, 'The Link between Gold Price, Oil Price and Islamic Stock Market: Experience from Malaysia'.

²²³ Zulfahani and Dkk, 'Pengaruh Harga Emas Dunia, Jumlah Uang Beredar, Inflasi, Dan Zakat Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)'.

BAB V PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis variabel makroekonomi domestik dan global terhadap *Return Jakarta Islamic Index* menggunakan metode penelitian kuantitatif dengan model ARDL. Maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Inflasi memperoleh nilai p-value sebesar 0,005 dengan nilai koefisien sebesar 3,569, artinya dalam jangka panjang inflasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* JII. Pada jangka pendek inflasi memperoleh nilai p-value sebesar 0,035 dengan nilai koefisien sebesar 1,538, artinya inflasi dalam jangka pendek memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *return* JII. Hal tersebut dikarenakan bahwa Inflasi sebagai salah satu variabel makroekonomi dapat dikatakan memiliki pengaruh terhadap investasi dan keputusan yang dibuat oleh investor. Hasil tersebut sejalan dengan efek *Fisher* bahwa inflasi memiliki pengaruh positif terhadap imbal hasil saham.
2. *BI rate* memperoleh p-value sebesar 0,223, artinya dalam jangka panjang *BI rate* tidak memiliki pengaruh terhadap *return* JII. Pada jangka pendek *BI rate* juga tidak memiliki pengaruh dan hubungan terhadap *return* JII. Pada jangka pendek *BI rate* tidak memberikan kontribusi signifikan sehingga *BI rate* tidak terpilih oleh *lag selection otomatis* model AIC yang terpilih otomatis dari *software A eviews*. Hasil penelitian ini mengimplikasikan bahwa kebijakan suku bunga yang diterapkan Bank Indonesia belum berperan sebagai instrumen pokok yang dapat mempengaruhi kinerja pasar saham syariah. Oleh sebab itu, untuk mendorong perkembangan pasar modal syariah, Bank Indonesia dan OJK perlu untuk memperkuat stabilitas makroekonomi dan tidak hanya mengandalkan kebijakan suku bunga. Kemudian memperkuat instrumen pasar

modal syariah, memperluas basis investor domestik serta meningkatkan literasi investasi syariah.

3. Kurs memperoleh p-value sebesar 0,914, artinya pada jangka panjang tidak memiliki pengaruh terhadap *return* JII. Sedangkan dalam jangka pendek nilai p-value pada kurs sebesar 0,000 dengan nilai koefisien yaitu -75,346 artinya kurs memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* JII. Kurs memiliki hubungan dan pengaruh negatif dalam jangka pendek terhadap *return* JII. Hasil penelitian ini mengemukakan bahwa menjaga stabilitas nilai tukar rupiah merupakan hal yang penting. Peran dari Bank Indonesia seperti intervensi pasar valuta asing, kebijakan moneter sebagai upaya menjaga kepercayaan pasar serta penguatan cadangan devisa menjadi komponen yang sangat diperlukan dalam menjaga stabilitas nilai tukar. Stabilitas kurs dapat menjaga kepercayaan investor sehingga berdampak pada volatilitas *return* saham syariah yang lebih rendah dalam jangka pendek.
4. Cadangan Devisa memperoleh nilai p-value sebesar 0,062 dan nilai koefisien -16,098 pada jangka panjang memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* JII. Pada jangka pendek cadangan devisa memperoleh p-value sebesar 0,450, maka cadangan devisa tidak memiliki pengaruh terhadap *return* JII. Pemerintah dan Bank Indonesia penting untuk memastikan bahwa pertumbuhan cadangan devisa diikuti dengan perkembangan lingkup investasi domestik serta penguatan sektor riil. Stabilitas eksternal yang beriringan dengan peningkatan cadangan devisa menjadi salah satu komponen penting dalam membentuk kepercayaan investor, sehingga nilai pasar modal di Indonesia meningkat.
5. Harga minyak dunia memperoleh nilai p-value sebesar 0,725, artinya dalam jangka panjang harga minyak dunia tidak memiliki pengaruh, sementara dalam jangka pendek memperoleh p-value sebesar 0,097 dengan nilai koefisien 5,565, maka harga minyak dunia memiliki pengaruh positif dan

signifikan terhadap RJII. Temuan ini mengindikasikan bahwa fluktuasi harga minyak dunia sebagai faktor eksternal mempengaruhi *return* JII dalam jangka pendek. Namun, tingkat signifikansi ini relatif lemah, sehingga pengaruh harga minyak tidak cukup kuat untuk dijadikan acuan utama terhadap strategi investasi dalam jangka panjang. Oleh karena itu, manajer portofolio dan investor perlu untuk mencermati dinamika harga minyak dunia sebagai indikator penting terhadap investasi dalam jangka pendek. Sementara untuk jangka panjang, sebaiknya mengacu pada faktor fundamental domestik dan kebijakan ekonomi nasional.

6. Harga emas dunia memperoleh nilai p-value sebesar 0,038 dengan nilai koefisien sebesar 6,189, artinya harga emas dunia memiliki pengaruh signifikan terhadap RJII dalam jangka panjang. Sedangkan dalam jangka pendek harga emas dunia tidak memiliki pengaruh terhadap RJII. Pada jangka pendek harga emas dunia tidak memberikan kontribusi signifikan sehingga harga emas dunia tidak terpilih oleh *lag selection otomatis* model AIC yang terpilih otomatis dari *software views*. Hasil tersebut menunjukkan bahwa dalam jangka panjang emas berpengaruh positif, hal tersebut mencerminkan bahwa pergerakan harga emas dalam mempengaruhi pasar saham lebih kuat dan konsisten secara bertahap untuk jangka panjang. Sementara jangka pendek, investor lebih banyak merespon kondisi fundamental makroekonomi domestik dibandingkan pergerakan harga emas dunia pada skala global.

5.2 Saran

1. Pemerintah serta pemangku kebijakan lainnya diperlukan adanya sinergi kebijakan dalam menjaga stabilitas makroekonomi seperti pengendalian inflasi, stabilitas nilai tukar rupiah dan pemberdayaan ketahanan sektor eksternal. Hasil penelitian mengemukakan bahwa tidak semua indikator makroekonomi memberikan pengaruh yang sama terhadap

return JII. Oleh karena itu, perumusan kebijakan perlu untuk menilai dan mempertimbangkan karakteristik pasar modal syariah serta mekanisme transmisi dari setiap variabel makroekonomi.

2. Mengembangkan model untuk penelitian selanjutnya dengan memasukkan variabel makroekonomi lain yang belum dianalisis, seperti jumlah uang beredar, *federal funds rate*, pertumbuhan ekonomi (PDB), serta faktor fundamental internal pasar saham syariah. Agar hasil dapat menangkap hubungan yang bersifat asimetris dan dinamis, model ekonometrika yang dapat digunakan yaitu seperti NARDL, TVP-VAR, atau *Quantile Regression*.



DAFTAR PUSTAKA

- Abdalloh, Irwan, *Pasar Modal Syariah* (PT Elex Media Komputindo, 2024)
- Adnan, Muhammad, and Dkk, 'Pemodelan Risiko Investasi Di Indonesia', *Jurnal Ekonomi Dan Manajemen Teknologi*, 1 (2024)
- Agency, International Energy, *Oil Market Report*, 2019
- , *Oil Market Report*, 2023
- , *Oil Market Report*, 2025
- Aiman, Muhammad, Haziq Norehan, and Abdul Rahim Ridzuan, 'The Impact of Macroeconomics Variables toward Stock Market in Malaysia', 10.1 (2020), pp. 360–67
- Aizenman, Joshua, and Jaewoo Lee, 'International Reserves : Precautionary Versus Mercantilist Views , Theory and Evidence', *Springer Nature*, 2007, pp. 191–214
- Aizenman, Joshua, and Yi Sun, 'The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion : From “ Fear of Floating ” to the “ Fear of Losing International Reserves ”?', *International Review of Economics and Finance*, 24 (2012), pp. 250–69, doi:10.1016/j.iref.2012.03.004
- Aji, Adam Ibrahim, 'Emas Mengalahkan Performa Saham & Target Naik Ke 4600', 2025 <<https://www.kvb.co.id/insights/market-analysis/57927>>
- Al-hajj, Ekhlash, Usama Al-mulali, and Sakiru Adebola Solarin, 'The Influence of Oil Price Shocks on Stock Market Returns : Fresh Evidence from Malaysia', *International Journal of Energy Economics and Policy*, 7.5 (2017), pp. 235–444

- Alfuadi, Muhammad Umar Azyka, 'Analisis Dampak Harga Emas Dunia, Harga Minyak Dunia, Kurs, Indeks Harga Konsumen (IHK), Dan BI Rate Terhadap Jakarta Islamic Index', *Journal Of Enterprise and Development (JED)*, 1.2 (2019), pp. 8–24
- Andriyani, Violita, and Septian Arief Budiman, 'Pengaruh Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, Dan Jumlah Uang Beredar Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia', 1.1 (2021), pp. 488–503
- Anggraeni, Della Ayu, and Sobar M Johari, 'Efek Makroekonomi Terhadap Imbal Hasil Aktual Saham Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2014 -2020', *Journal Of Business and Halal Industry*, 1.3 (2024), pp. 1–13
- Aquino, Afvan, and Elpa Utari, 'Pengaruh Tingkat Inflasi, Suku Bunga Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Return Saham Syariah Yang Terdaftar Di Bursa', *Jurnal Daya Saing*, 7.1 (2021), pp. 1–11
- Ardana, Yudhistira, 'Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (Periode Mei 2011-September 2015 Dengan Model Ecm)', *Media Trend*, 11.2 (2016), p. 117
- Ariyadi, Ridho, and Dkk, 'Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi , Suku Bunga , Inflasi , Dan Perpajakan Terhadap', *Ecoplan: Journal of Economics and Development Studies*, 7.2 (2024), pp. 108–19
- Arman, Agus, *Manajemen Pasar Modal Untuk Pemula* (UNISNU Press, 2022)
- Aryansyah, Ary Fakturrachman, and et al, *Dasar-Dasar Teori Inflasi; Dari Pemikiran Klasik Hingga Keynesian* (Widina Media Utama, 2025)
- Atri, Hanen, and Saoussen Kouki, 'The Impact of COVID-19 News , Panic and Media Coverage on the Oil and Gold Prices : An ARDL Approach', *Resources Policy*, 2021,

doi:10.1016/j.resourpol.2021.102061

Ayu, Tri Hemalia, and Dkk, *Manajemen Keuangan* (Fahmi Karya, 2025)

Aziz, Abdul, *Ekonomi Makro Islam (Sebuah Pengantar)* (CV Adanu Abimata, 2020)

Bahagia, Lusia Sutriana, and Annisah Febriana, 'Pengaruh Inflasi , Suku Bunga BI Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap IHSG Di BEI (Periode 2019-2023)', 3.6 (2024), pp. 11–22

Baig, Muhammad Mansoor, Muhammad Shahbaz, and Muhammad Imran, 'Relationship between Gold and Oil Prices and Stock Market Returns Literature Review', 9.5 (2013), pp. 28–39

Barunik, Jozef, and Dkk, 'Gold , Oil , and Stocks : Dynamic Correlations', *Cesifo*, 2015

Baumeister, Christiane, and Lutz Kilian, 'Forty Years of Oil Price Fluctuations: Why the Price of Oil May Still Surprise Us', *Journal of Economic Perspectives*, 30.1 (2016), pp. 139–60

Baur, Dirk G, and Thomas K Mcdermott, 'Is Gold a Safe Haven ? International Evidence', *Journal of Banking and Finance*, 34.8 (2010), pp. 1886–98, doi:10.1016/j.jbankfin.2009.12.008

BEI, 'Menutup Tahun Penuh Prestasi, Pasar Modal Indonesia Optimis Menyongsong Tahun 2026', 2025 <<https://www.idx.co.id/id/berita/siaran-pers/2531>> [accessed 2 July 2026]

Bouoiyour, Jamal, Refk Selmi, and Mark E Wohar, 'Measuring the Response of Gold Prices to Uncertainty : An Analysis beyond the Mean', *Economic Modelling*, 2018, doi:10.1016/j.econmod.2018.06.010

Brown, R. L., and Dkk, 'Techniques for Testing the Constancy of Regression Relationships Over Time', *Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology*, 37.2 (1975), pp. 149–63, doi:.x

- Budi, Bagus Setiyo, and Moh Faizin, 'The Effect of Macroeconomic Variables on Stock Returns of The Jakarta Islamic Index : A Panel Vector Error Correction Model Approach', *Etihad: Journal of Islamic Banking and Finance*, 4.1 (2024), pp. 1–16, doi:10.21154/etihad.v4i1.9019
- Cahya, Bayu Tri, and dkk, *Kajian Akuntansi Syariah: Eksplorasi Isu-Isu Kontemporer* (CV Detak Pustaka, 2025)
- Candy, and Anton Winardy, 'Pengaruh Faktor Ekonomi Makro Terhadap Stock Return Pada Indeks Saham LQ45', *Jurnal Ekonomi & Ekonomi Syariah*, 2.1 (2019), pp. 65–79
- Choi, In, *Almost All About Unit Roots (Foundations, Developments, and Applications)* (Cambridge University Press, 2015)
- Council, World Gold, *Investment Commentary Looking into H2 2015*, 2015
- Desitania, Rike, 'Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Return Saham Kelompok Sektoral Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia', *Jurnal Ilmu Manajemen Dan Bisnis*, 12.2 (2021), pp. 201–14
- Dumas, Bernard, and Bruno Solnik, *The World Price of Foreign Exchange Risk*, 1993
- Ekonomi, Kajian, Raihan Dewanda, and Selli Nelonda, 'Jurnal Pengaruh Faktor Makroekonomi Global Dan Domestik Terhadap Kinerja Pasar Modal Di Indonesia', *JKEP: Jurnal Kajian Ekonomi Dan Pembangunan.*, 8.1 (2026), pp. 43–52
- Fauzan, Edri, Universitas Pelita Bangsa, Nilai Tukar Rupiah, and Return Indeks Saham, 'Analisis Pengaruh Jangka Pendek Dan Jangka Panjang Variabel Makroekonomi Terhadap Return Indeks Saham Syariah Periode 2014-2018', *Jurnal Wawasan Dan Riset Akuntansi*, 7.1 (2019), pp. 17–27

- Fauziyah, Afifah, and Dkk, 'The Effect of International Sharia Stock Movement , Macroeconomic Vari- Able , and Bank Indonesia Policy on Return Jakarta Islamic Index', *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6.2 (2023), pp. 257–67
- Ferayanti, and Dkk, 'Konsep Gharar Dan Maysir Dan Aplikasinya Pada Lembaga Keuangan Syariah', 2019, pp. 79–80
- Fianto, Bayu Arief, and Leo Herlambang, 'Pasar Modal Syariah (Teori Dan Praktik)' (Airlangga University Press, 2023)
- Firman, Dody, 'Pengaruh Inflasi , Suku Bunga , Dan Nilai Tukar Terhadap Return Indeks Sektoral Di Bursa Efek Indonesia', *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Kontemporer (JAKK)*, 6.1 (2023)
- Fitriansyah, Rahmat, and Mohamad Soleh Nurzaman, 'Macroeconomic Determinants and Global Islamic Market Linkages of the Jakarta Islamic Index', *Share: Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 14.1 (2025), pp. 258–84
- Gandhi, Dyah Virgoana, *Pengelolaan Cadangan Devisa Di Bank Indonesia* (Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan, 2006)
- Gasimova, Zahra, and Mortaza Ojaghlou, 'Asymmetric Impact Of Exchange Rate To Istanbul Stock Market : A Nonlinear Ardl Approach', *Journal of Social and Humanities Sciences Research*, 8.69 (2021), pp. 1248–54
- Ghifari, Raka Abidzar Al, and Dkk, 'Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index', *Journal of Applied Islamic Economics and Finance*, 2.1 (2021), pp. 75–83, doi:10.35313/jaief.v2i1.2871
- Goldcore, *A Comprehensive Guide To The Gold Price* (Goldcore, 2013)

Group, World Bank, *Commodity Markets Outlook*, 2022

Harahap, Muhammad Arfan, and Muhammad Hafizh, *Manajemen Keuangan (Konsep Dasar Dan Prinsip-Prinsip)* (Merdeka Kreasi Group, 2020)

Harefa, Yearning, *Inflasi* (Penerbit Satu Indonesia, 2026)

Harsanico, Andreas Billyarta, and Sugiyanto, 'Makroekonomi & Teori Portofolio Aset Dalam Idx30: Retur Saham 2013-2020', *Jurnal Ilmu Ekonomi Dan Pembangunan*, 23.1 (2023), pp. 34–43

Hartati, Enny Sri, and Dkk, *Proyeksi Ekonomi Indonesia 2017: Menguji Ketangguhan Ekonomu Indosen* (INDEF, 2020)

Hartono, Jogiyanto, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*, 11th edn (BPFE, 2017)

———, *Teori Portofolio Dan Analisis Investasi* (BPFE, 2017)

Hashem, Pesaran. M, and Dkk, 'Bounds Testing Approaches To The Analysis Of Level Relationship', *Journal Of Applied Econometrics*, 16.3 (2001), pp. 289–326

Hasibuan, Afifah Khairani, and Dkk, 'Pengaruh BI-Rate Dan Inflasi Terhadap Indeks Harga Saham Jakarta Islamic Index Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2020 – 2024', *JEAMA: Jurnal Ekonomi Dan Manajemen Nusantara*, 4.2 (2025), pp. 200–207

Hidayati, Syafrina, and Puji Sucia Sukmaningrum, 'Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index Periode 2011-2018', *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 6.9 (2019), pp. 1894–1908

Hutape, Ganda, and Dkk, 'Analisis Pengaruh Kurs Us\$/Idr, Harga Minyak, Harga Emas Terhadap Return Saham (Studi Kasus Pada Bei Periode 2007-2011)', *Jurnal Ilmiah*, 18.2 (2014), pp. 23–33

Ibrahim, Azharsyah, *Metodologi Penelitian Ekonomi Dan Bisnis Islam* (Arraniry Press, 2021)

IDX, *Islamic Stock Index*, 2026 <<https://www.idx.id/en/idx-islamic/islamic-stock-index/>>

Indonesia, Bank, *BI- Rate* <<https://www.bi.go.id/id/fungsi-utama/moneter/bi-rate/default.aspx>>

———, ‘BI 7-Day Reverse Repo Rate Naik 25 Bps Menjadi 4,75%: Kebijakan Pre-Emptive Untuk Memperkuat Stabilitas’ (2018) <https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_204618.aspx>

———, ‘BI 7-Day Reverse Repo Rate Naik 25 Bps Menjadi 6,00%: Sinergi Menjaga Stabilitas Dan Mendorong Pertumbuhan’ (19 October 2023) <https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_2528323.aspx>

———, ‘Cadangan Devisa Desember 2023 Meningkat’ (2024) <https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Pages/sp_260324.aspx>

———, ‘Neraca Pembayaran Indonesia Triwulan IV 2019 Surplus, Ketahanan Eksternal Terjaga’ (2020) <<https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Default.aspx>>

———, ‘Neraca Pembayaran Indonesia Triwulan IV 2021 Tetap Baik, Ketahanan Eksternal Terjaga’ (2022) <Neraca Pembayaran Indonesia Triwulan IV 2021 Tetap Baik, Ketahanan Eksternal Terjaga>

———, ‘Suku Bunga Reverse Repo 7 Hari BI Dinaikkan 25 Bps Menjadi 4,75%: Kebijakan Pencegahan Untuk Memperkuat Stabilitas’ (2018) <<https://www.bi.go.id/id/publikasi/ruang-media/news-release/Default.aspx>>

- Inrawan, Ady, *Buku Ajar Manajemen Keuangan* (Zahir Publishing, 2024)
- Intan, Aisyah, Puji Astuti, and Sugeng Wahyudi, 'Analisis Pengaruh Beta Terhadap Return Saham Menggunakan Unconditional Approach Dan Conditional Approach', *Diponegoro Journal Of Management*, 7.2 (2018), pp. 1–12
- Izmuddin, IIZ, and Awaluddin, *Indeks Saham Syariah Di Pasar Modal (Analisis Investasi Di Bursa Efek Indonesia)* (Wade Group, 2022)
- Jabar, Ahmad Karim Abdul, and Iwan Fahri Cahyadi, 'Pengaruh Exchange Rate , Inflasi , Risiko Sistematis Dan BI Rate Terhadap Return Saham Syariah Di Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2015-2018', *Journal Of Islamic Banking and Finance*, 4.1 (2020), pp. 12–39
- Jeanne, Olivier, and Damiano Sandri, 'Global Financial Cycle and Liquidity Management', *Journal of International Economics*, 146 (2023), pp. 1–20
- Karimah, Annisa, and Dkk, 'Analysis of the Influence of Interest Rates and Inflation on the Rupiah Exchange Rate in the Post Covid 19 Economic Recovery Era in Indonesia', *Journal of Economic, Business and Accounting*, 7.2 (2024), pp. 2597–5234
- Kementrian Investasi Dan Hilirisasi/BKPM, Humas, 'Di Tengah Gejolak Ekonomi Global, Investasi RI Q1-2025 Tumbuh 15,9 %', 29 April, 2025 <<https://www.bkpm.go.id/id/info/siaran-pers/di-tengah-gejolak-ekonomi-global-investasi-ri-q1-2025-tumbuh-15-9>>
- Kuangan, Otoritas Jasa, *Buku 2 Perbankan (Seri Literasi Keuangan Perguruan Tinggi)*, 2019

- Khan, Md. Fazlul Huq, and Billah Md. Masum, 'Macroeconomic Factors and Stock Exchange Return: A Statistical Analysis', 2014, doi:<https://doi.org/10.48550/arXiv.2305.02229>
- Kim, Jeongsim, 'Stock Market Reaction to US Interest Rate Hike : Evidence from an Emerging Market', *Heliyon*, 9.5 (2023), doi:[10.1016/j.heliyon.2023.e15758](https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e15758)
- Krahara, Yuwan Ditra, and Dkk, *Pasar Modal Indonesia (Teori, Instrumen Dan Praktik Investasi)* (PT Sada Kurnia Pustaka, 2023)
- Kripfganz, Sebastian, and Daniel C. Schneider, 'Ardl: Estimating Autoregressive Distributed Lag and Equilibrium Correction Models', *Stata Journal*, 23.4 (2023), pp. 983–1019
- Kuncoro, Haryo, *Ekonomi Moneter: Studi Kasus Indonesia* (PT Bumi Aksara, 2020)
- , 'The Role of Foreign Reserves in Inflation Dynamic', *Economic Journal of Emerging Markets*, 16.1 (2024), pp. 1–12
- Kuwornu, John K M, 'Macroeconomic Variables and Stock Market Returns : Full Information Maximum Likelihood Estimation', *Journal of Finance and Accounting*, 2.4 (2011), pp. 49–64
- Laila, Lia Zulfa, Hasbi Assidiki Mauluddi, and Rosma Pakpahan, 'Pengaruh Ekonomi Makro Terhadap Volatilitas Return Indeks Saham Konvensional Dan Syariah The Effect of Macroeconomic Variables on Return Volatility of Conventional and Sharia', 3.3 (2023), pp. 516–30
- Latifatunnisa, and Heri Sudarsono, 'Macroeconomic Variables and the Indonesian Sharia Stock Index', *Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 5.2 (2024), pp. 273–91

Lee, Jung Wan, and Tantatape Brahmasrene, 'Long-Run and Short-Run Causality from Exchange Rates to the Korea Composite Stock Price Index *', *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6.2 (2019), pp. 257–67

Liembono, RH, *Analisis Fundamental*, 2014

Maharajabdinul, and Dkk, 'Sinergitas Kebijakan Moneter Dan Kebijakan Fiskal Untuk Mengendalikan Inflasi Di Indonesia', *Jurnal Ekonomi Syariah IAIN Sultan Amai Gorontalo*, 5.1 (2024), pp. 14–27

Mahendra, A, Mekar Meilisa Amalia, and Hengky Leon, 'Analisis Pengaruh Suku Bunga , Harga Minyak Dunia , Harga Emas Dunia Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Dengan Inflasi Sebagai Variabel Moderating Di Indonesia', *Owner: Riset Dan Jurnal Akuntansi*, 6.2016 (2022), pp. 1069–82

Majid, M. Sabri Abd, 'The Short-Run And Long-Run Relationship In Indonesian Islamic Stock Returns', *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah (Journal of Islamic Economics)*, 8.January (2016), pp. 1–18

Manuj, Hemant, 'Is Gold a Hedge against Stock Price Risk in U . S . or Indian Msrkets', *Risks*, 9.174 (2021)

Manurung, Hilda Falensia, and dkk, 'Pengaruh Suku Bunga Acuan Bank Indonesia Dan Capital Inflow Terhadap Nilai Tukar Rupiah Di Indonesia', *Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis Dan Akuntansi*, 3.1 (2026), pp. 109–18

Mayfi, Fathimah, and Dudi Rudianto, 'Analisis Pengaruh Faktor Internal Dan Eksternal Perusahaan Terhadap Return Saham', *Jurnal MIX*, 4.3 (2014), pp. 348–62

- Muarif, Ifan, Nurul Anwar, and Arintoko Arintoko, 'Pengaruh Indeks Produksi Industri, Suku Bunga Dan Kurs Terhadap Indeks Harga Saham Syariah Jakarta Islamic Index', *El-Jizya : Jurnal Ekonomi Islam*, 12.2 (2024), pp. 203–20
- Multazam, Agung, 'Serta Pertumbuhan Ekonomi Terhadap Return Saham Syariah Pada Jakarta Islamic Index Indonesia Pendahuluan', *Iqtishodia: Jurnal Ekonomi Syariah*, 3.2 (2018), pp. 132–51
- Muramalla, Venkata sai Srinivasa, and Hassan Ali Alqahtani, 'Long Run Association of Oil Prices and Stock Prices : A Case of Indonesia', *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10.5 (2020), pp. 593–600
- Murtiningrum, Widiastuti, and Salma Caesaria, 'Pengaruh Inflasi, Kurs, SBI, Dan JUB Terhadap IHSG', *Perbanas Institute*, 1.2 (2024), pp. 260–73
- Narayan, Paresh Kumar, and Dkk, 'Does Islamic Stock Sensitivity to Oil Prices Have Economic Significance?', *Pacific-Basin Finance Journal*, 2017, 2018, doi:10.1016/j.pacfin.2018.04.003
- Nidrah, 'Pengaruh Volatilitas Harga Minyak Dunia Terhadap Return Saham Sektor Energi Di Indonesia', *Jurnal Ilmiah Multidisiplin*, 2.3 (2026)
- Nidya, Ardina Talitha, and Imron Mawardi, 'Analisis Jalur Faktor Makroekonomi Terhadap Return Saham Syariah', *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 5.10 (2018), pp. 877–91
- Nisa, Khoirun, and Mohammad Hamim Sultoni, 'Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Dan BI 7 Day Repo Rate Terhadap Return Saham Pada Industri Barang Konsumsi Di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Tahun 2017-2020', *Shafin: Sharia Finance and Accounting Journal*, 2.2 (2022), pp. 183–97

Nizar, Muhammad, and Penerbit Yudharta Press, *Instrumen Investasi Pasar Modal Di Indonesia* (yudharta Press, 2020)

Nketsiah, Isaac, 'Determining the Relationship Between Stock Returns and Inflation – Evidence from the Ghana Stock Exchange', *Research Journal Of Economics & Business Studies*, 06.09 (2017), pp. 11–17

Novitasari, Saadah Yuliana, and Suhel, 'Analisis Pengaruh Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia, Kurs Rupiah, Dan Inflasi Terhadap Jakarta Islamic Index Di Indonesia (Dengan Metode Error Correction Model (ECM)', *Jurnal Al-Iqtishad: Jurnal Ekonomi Syariah*, 1.01 (2023), pp. 62–86

Novriyani, 'Inflation And Interest Rate With Exchange As Intervening Variables : On Stock Return', *Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 10.2 (2021), pp. 68–79

Obstfeld, Maurice, and dkk, *Financial Stability, the Trilemma, And International Reserves* (2008)

Pambuko, Zulfikar Bagus, and Najmi Laili Masrini, *Eviews: Analisis Data Keuangan Untuk Penelitian Mahasiswa Ekonomi* (UNIMMA Press, 2019)

Pangestuti, Dewi Cahyani, *Manajemen Keuangan Internasional* (Deeppublish, 2020)

Pantas, Pribawa E, 'Guncangan Variabel Makroekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index (JII)', *Cakrawala: Jurnal Studi Islam*, XII.1 (2017), pp. 28–43

Paramita, Rastri, 'Efektivitas Kebijakan Fiskal Dan Kebijakan Moneter Dalam Mengatasi Inflasi Di Indonesia', 6.1 (2021), pp. 152–68

Pasole, Ifanny Susanti, and Dkk, 'Pengaruh Suku Bunga, Risiko Pasar, Dan Risiko Politik Terhadap Return Saham', *Jurnal*

- Ekonomi Dan Ilmu Sosial*, 4.1 (2023)
- Pesaran, M. Hashem, and Yongcheol Shin, *An Autoregressive Distributed-Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis*, *Econometric Society Monograph*, Cambridge Working Papers In Economics, 1997
- Pratama, yoghi Citra, and Abdul Azzis, ‘Macroeconomic Variables , International Islamic Indices , and The Return Volatility in Jakarta Islamic Index’, 10.1 (2018), pp. 171–88
- Pura, Djuli Sjafei, and Dkk, *Keangan Dan Pajak Internaional* (Yayasan Ceendikia Mandiri)
- Puspitaningtyas, Zarah, *Prediksi Risiko Investasi Saham* (Griya Pandiva, 2015)
- Putri, Amanda Karina, and Annisa Alifa Ramadhani, ‘Analisis Perbandingan Impulse Response Return Saham Keuangan Bank Dan Non-Bank Terhadap Suku Bunga BI7DRR Di Indonesia’, 8.6 (2025), pp. 639–47
- Quthbi, Zainul Hasan, ‘Linkage of Monetary Policy and Islamic Capital Market: The Case of Indonesia’, *Journal of Islamic Economics Lariba*, 5.1 (2020), pp. 1–20
- Rahardja, Untung, and Dkk, *Statistik Deskriptif (Teori. Rumus. Kasus Untuk Penelitian)* (APTIKOM, 2021)
- Rahmawati, Dewi, ‘AKUNTANSI: Jurnal Akuntansi Integratif’, *Akuntansi Integratif*, 5.2 (2019)
- Rahmiyanti, Devi, and Bayu Arie Fianto, ‘Pengaruh Variabel Makroekonomi Dan Indeks Saham Internasional Terhadap Indeks Saham Jakarta Islamic Index (Jii)’, *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 6.12 (2019), pp. 2381–92
- Ramadhan, Rahmat, Mangasi Sinurat, Rasmulia Sembiring, and Universitas Darma Agung, ‘Pengaruh Harga Minyak Dunia Dan Harga Batubara Acuan Terhadap Return Saham Dengan

- Kurs Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Sektor Mining And Coal Di Bursa Efek Indonesia (Studi Empiris Pada Emiten Mining And Coal Di Bursa Efek Indonesia Periode T', *Creative Agung*, 12.1 (2022)
- Raraga, Filus, and Dkk, 'Harga Emas Terhadap Hubungan Timbal-Balik Kurs Dan Indeks Harga Saham Gabungan (Ihsg) Di Bursa Efek', *Jurnal Bisnis Strategi*, 21.1 (2013)
- Rate, Exchange, and Gold Price Fluctuations, 'Pengaruh Variabel Ekonomi Makro(INFLASI, KURS, Rupiah Dan Fluktuasi Harga Emas Dunia) Terhadap Return Saham Syariah', *Jurnal Hukum Dan Ekonomi Islam*, 18.1 (2019), pp. 196–232
- Rianti, Eka Mustika, and Yose Rizal Fajri, *Ekonomi Makro* (PT Qriset Indonesia, 2025)
- Rivai, Aswin, and Maulida Armanusa Ramadhafani Ramadhan, 'Determinan Return Saham Sektor Properti Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia', *Jurnal Of Development Economic And Digitalization*, 2.2 (2023), pp. 72–89
- Rizki, Muhammad, 'Dampak Suku Bunga, Inflasi, Nilai Tukar, Dan Cadangan Devisa Terhadap Return Ihsg Di Bursa Efek Indonesia', *Journal of Business Administration Economic & Entrepreneurship*, 3.1 (2021), pp. 44–55
- Rochaety, Eti, and Ratih Tresnati, *Kamus Istilah Ekonomi* (PT Bumi Aksara, 2013)
- Rosdiyana, and Nina Dwi Setyaningsih, 'Pengaruh Kurs , Suku Bunga, Inflasi Dan Harga Emas Dunia Terhadap Return Saham', *EMA – Jurnal Ekonomi Manajemen Akuntansi*, 7 (2022), pp. 85–94
- Ross, Stephen A, 'The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing', *Journal of Economic Theory*, 13 (1976), pp. 341–60

Salim, Joko, *Jangan Investasi Emas Sebelum Baca Buku Ini* (Transmedia Pustaka, 2010)

Samsul, Mohamad, *Pasar Modal & Manajemen Portofolio* (Erlangga, 2006)

———, *Pasar Modal Dan Manajemen Portofolio* (Erlangga, 2006)

Sanusi, Muhammad, 'Pengaruh Faktor Variabel Makro Ekonomi Terhadap Return Indeks Saham Syariah Indonesia' (Universitas Airlangga, 2020)

Sari, Nova Permata, 'Volatilitas Harga Emas Dan Kurs Rupiah: Dampaknya Terhadap Return Saham Pertambangan Di Indonesia', *Jurnal Akuntansi Dan Bisnis Indonesia*, 7.1 (2026), pp. 1–11

Sartika, Umi, 'Pengaruh Inflasi, Tingkat Suku Bunga, Kurs, Harga Minyak Dunia Dan Harga Emas Dunia Terhadap IHSG Dan JII Di Bursa Efek Indonesia', *Balance: Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, 2.2 (2017), pp. 285–94

Savira, Nadya Pambudianing, 'Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Cadangan Devisa Di Indonesia', *At-Tawassuth*, IX.I (2024), pp. 97–114

Shahab, Muhammad, 'Relationship between Oil Prices, Gold Prices, and Stock Returns: Evidence from Pakistan Stock Exchange', *Advance Social Science Archive Journal*, 03.02 (2025), pp. 756–69

Sill, B Y Keith, 'The Macroeconomics of Oil Shocks', 2007, pp. 21–31

Stefanus, Adi Cahya, and Robiyanto Robiyanto, 'Pengaruh Tingkat Inflasi, Tingkat Suku Bunga Bi, Dan Nilai Tukar Usd-Idr Terhadap Perubahan Harga Saham Sektor Perusahaan Manufaktur Di Indonesia', *International Journal of Social Science and Business*, 4.2 (2020), pp. 182–88

- Suhendra, Noval, and Dkk, 'Forecasting Pergerakan Harga Saham Indonesia Ditengah Ketidakpastian Global : Sebuah Pendekatan ARDL', *Jurnal Investasi Islam*, 8.1 (2023), pp. 58–75
- Sujatmiko, Alfioence Devarareza, and Dkk, 'Nusantara Entrepreneurship and Management Review Pertumbuhan Ekonomi Indonesia : Kajian', *Jurnal Unusida*, 3.1 (2025), pp. 39–45
- Sukirno, Sadono, *Makroekonomi (Teori Pengantar)* (Raja Grafindo Persada, 2004)
- Sulistyowati, *Ekonomi Mikro Islam (Sebuah Pengantar)* (PT Atha Publishing Globalindo, 2025)
- Suliyani, Agustina, and Benarda, 'Pengaruh Ukuran Perusahaan, Inflasi Dan Suku Bunga Sbi Terhadap Return Saham Syariah Di Jakarta Islamic Index (Jii) Periode 2016-2020', *Jurnal Perbankan Syariah Darussalam*, 3.1 (2023), pp. 22–30
- Suminto, Ahmad, and Miftahul Huda, *Ekonometrika Dasar : Seri Analisis Regresi Linier, Regresi Data Panel, ECM, VAR/VECM Dan ARDL* (Madza Media, 2025)
- Sumowigeno, Guspiabri, *Tantangan Pengelolaan External Wealth (Sebagai Aset Ekonomi Nasional Demi Kejayaan Indonesia Incorporated)* (PT Elex Media Komputindo, 2022)
- Sunayah, Siti, and Zaini Ibrahim, 'Analisis Pengaruh Perubahan Variabel Makroekonomi Terhadap', *Jurnal Ekonomi Keuangan Dan Bisnis Islam*, 7.1 (2016), pp. 113–39
- Sunday, Hizkia Juliano, and Ni Nyoman Yuliarmi, 'Volatilitas Nilai Tukar Rupiah Yang Dipengaruhi Faktor Moneter Indonesia Dan Amerika Serikat', *E-Journal Ekonomi Pembangunan*, 13.1 (2024), pp. 67–90

Supraja, N S Bala Nimoshini, and Dkk, *Investment Analysis and Portofolio Management* (IOT Academy, 2025)

Suryana, Anisa Maulita, Faizul Mubarak, Ahmad Rodoni, and Aini Masruroh, 'Macroeconomic Determinants of LQ 45 Stock Returns in Indonesia : An ARDL Analysis', 10.1 (2026), pp. 13–31

Syamni, Ghazali, and Rizal Ansari, 'Exchange Rate , Stock Return , and Bond Return in Indonesia : An ARDL Approach', *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 26.4 (2022), pp. 874–91

Syarifuddin, Ferry, *Konsep, Dinamika Dan Respon Kebijakan Nilai Tukar Di Indonesia* (BI Institute, 2015)

Tandelilin, Eduardus, *Portofolio Dan Investasi (Teori Dan Aplikasi)* (Kanisius, 2010)

Tanjung, Hendri, 'Volatility of Jakarta Islamic Index', April, 2014, pp. 207–22

Tanjung, Hendri, and Taufik Akbar Matua Siregar, 'Analisis Votalitas Saham Di Jakarta Islamic Index (JII) Periode Januari 2015-Januari 2018', *Journal of Islamic Economics, Finance, and Banking*, 1.1 & 2 (2018), pp. 147–57

Tinambunan, Aryanto, and Kornel Munthe, *Pasar Dan Lembaga Keuangan (Teori Dan Aplikasi)* (ADAB, 2025)

Tri, Wahyudi Setyo, and Dkk, *Aplikasi Dan Pemodelan Ekonometrika* (Rajawali pers, 2025)

Tronzano, Marco, 'Optimal Portfolio Allocation between Global Stock Indexes and Safe Haven Assets : Gold versus the Swiss Franc (1999 – 2021)', *Journal of Risk and Financial Management*, 2022

- Tsekrekos, Andrianos E, and Konstantinos I Vasileiadis, 'Oil Prices as a Predictor of Stock Market Returns ☆', *Journal of Commodity Markets*, 41 (2026), doi:10.1016/j.jcomm.2026.100540
- Utama, Sapta Karya, and Dkk, 'Pengaruh Nilai Tukar Dan Suku Bunga Terhadap Perkembangan Pasar Modal Indonesia', *Remittance: Jurnal Akuntansi Keuangan Dan Perbankan*, 05.02 (2024), pp. 62–70
- Wahyudi, Dian, and Abdul Qoyum, 'Macroeconomic Variables and Jakarta Islamic Index (Jii) in Indonesia: An Approach of Error Correction Model', *Jurnal Ekonomi Islam Sunan Kalijaga*, 2.3 (2022), pp. 47–70
- Wahyuni, Seri, and Dkk, 'Pengaruh Suku Bunga , Kurs Dan Inflasi Terhadap Return Saham Pada Perusahaan', *Visioner & Strategis*, 12.2 (2023), pp. 63–68
- Warjiyo, Perry, and Solikin M. Juhro, *Kebijakan Bank Sentral Teori Dan Praktik* (Rajawali pers, 2020)
- Warjiyo, Perry, and Solikin M Juhro, *Central Bank Policy Mix : Issues , Challenges , and Policy Responses* (Springer, 2022)
- Wati, Erni, and Putri Amalia, 'Analisis Kebijakan Fiskal Dan Kebijakan Moneter Dalam Mengendalikan Inflasi Dan Stabilitas Ekonomi', 1.3 (2025), pp. 91–101
- Widarjono, Agus, *Ekonometrika (Pengantar Dan Aplikasinya Disertai Panduan Eviews)*, 5th edn (UPP STIM YKPN, 2013)
- Widiastuti, Rini, Iin Emy Prastiwi, and Sumadi Sumadi, 'Pengaruh Jumlah Uang Beredar, Inflasi, Dan Suku Bunga BI Rate Terhadap Jakarta Islamic Index (JII) Periode Tahun 2020 – 2022', *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 10.2 (2024), pp. 2114–26
- Witjaksono, Beny, and dkk, *Investasi Emas BPKH* (Badan Pengelola Keuangan Haji, 2023)

- Yahya, Mohd, 'The Link between Gold Price, Oil Price and Islamic Stock Market: Experience from Malaysia', *Journal Of Studies In Social Sciences*, 4.2 (2013), pp. 161–82
- Yasin, Ahmad, 'Sentiment vs . Fundamentals : GMM Analysis of Jakarta Islamic Index during the 2020 – 2024 Crisis', *Jurnal Wawasan Manajemen*, 14.1 (2026), pp. 132–42
- Yergin, Daniel, *The Price (The Epic Quest For Oil, Money and Power)* (Simon & Schuster, 1991)
- Yuliadi, Imamudin, 'Buku Ekonomi Moneter' (PT Macanan Jaya Cemerlang, 2008), pp. 61–62
- Yusfiarto, Rizaldi, and Galuh Tri Pambekti, 'Analisis Pengaruh Variabel Makro Terhadap Return Indeks Saham Syariah Di Indonesia : Studi Pada Fenomena Perang Dagang Global', *Al-Mal Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Islam*, 02.01 (2020), pp. 115–34
- Zakaria, Suliman, and Suliman Abdalla, 'The Risk-Return Trade-off in Emerging Stock Markets : Evidence from Saudi Arabia and Egypt', *International Journal of Economics and Finance*, 4.6 (2012), pp. 11–21
- Zhao, Liuyan, 'China Economic Review Stock Returns under Hyperinflation: Evidence from China', *China Economic Review*, 45 (2017), pp. 155–67, doi:10.1016/j.chieco.2017.07.003
- Zulaiha Fatimah, and Trischa Relanda Putra, 'Dynamics of the Indonesian Sharia Stock Index and Macroeconomic Factors: An Analysis Using the Vector Error Correction Model (VECM)', *Journal of Business and Management Review*, 6.3 (2025), pp. 258–73, doi:10.47153/jbmr.v6i3.1488

Zulfahani, and Dkk, 'Pengaruh Harga Emas Dunia, Jumlah Uang Beredar, Inflasi, Dan Zakat Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)', *Jurnal Ilmu Ekonomi Dan Pembangunan*, 6.2 (2023)

Zulfikar, *Pengantar Pasar Modal Dengan Pendekatan Statistika* (Deeppublish, 2016)



KEPUTUSAN DIREKTUR PASCASARJANA UIN AR-RANIRY BANDA ACEH

Nomor: 725/Un.08/Ps/08/2026

Tentang:

PENUNJUKAN PEMBIMBING TESIS MAHASISWA

DIREKTUR PASCASARJANA UIN AR-RANIRY BANDA ACEH

- Menimbang : 1. bahwa untuk menjamin kelancaran penyelesaian studi pada Pascasarjana UIN Ar-Raniry Banda Aceh dipandang perlu menunjuk Pembimbing Tesis bagi mahasiswa;
2. bahwa mereka yang namanya tercantum dalam Keputusan ini, dipandang cakap dan memenuhi syarat untuk diangkat sebagai Pembimbing Tesis.
- Mengingat : 1. Undang-Undang Nomor 20 Tahun 2003 tentang Sistem Pendidikan Nasional;
2. Peraturan Pemerintah Nomor 4 Tahun 2014 tentang Penyelenggaraan Pendidikan Tinggi dan Pengelolaan Perguruan Tinggi;
3. Keputusan Menteri Agama Nomor 156 Tahun 2004 tentang Pedoman/Pengawasan, Pengendalian dan Pembinaan Diploma, Sarjana, Pascasarjana Pada Perguruan Tinggi Agama;
4. Keputusan Menteri Agama Nomor 21 Tahun 2015 tentang STATUTA UIN Ar-Raniry;
5. Keputusan Dirjen Binbaga Islam Departemen Agama R.I. Nomor 40/E/1988 tentang Penyelenggaraan Program Pascasarjana IAIN Ar-Raniry di Banda Aceh;
6. Surat Keputusan Rektor UIN Ar-Raniry Nomor 01 Tahun 2015 tanggal 2 Januari 2015 tentang Pemberian Kuasa dan Pendelegasian Wewenang kepada Dekan dan Direktur Pascasarjana dalam lingkungan UIN Ar-Raniry Banda Aceh;
- Memperhatikan : 1. Hasil Seminar Proposal Tesis Semester Genap Tahun Akademik 2025/2026, pada hari Selasa tanggal 24 Februari 2026.
2. Keputusan Rapat Pimpinan Pascasarjana UIN Ar-Raniry Banda Aceh pada hari Selasa Tanggal 18 Agustus 2026.
3. Berdasarkan surat permohonan mahasiswa yang bersangkutan untuk ganti judul tesis.

MEMUTUSKAN:

- Menetapkan : Menunjuk:
- Kesatu : 1. Dr. Muhammad Adnan, SE., M. Si
2. Dr. Khairul Amri, SE., M. Si

Sebagai Pembimbing Tesis yang diajukan oleh:

Nama : Riza Shintia

NIM : 241008006

Prodi : Ekonomi Syariah

Judul : Pengaruh Makroekonomi Domestik dan Global terhadap Return Jakarta Islamic Index di Pasar Modal Indonesia

- Kedua : Pembimbing Tesis bertugas untuk mengarahkan, memberikan kritik konstruktif dan bimbingan Tesis sehingga dianggap memenuhi standar untuk memperoleh gelar Magister.
- Ketiga : Kepada Pembimbing Tesis yang namanya tersebut di atas diberikan honorarium sesuai dengan peraturan yang berlaku.
- Keempat : Keputusan ini disampaikan kepada yang bersangkutan untuk dilaksanakan.
- Kelima : Keputusan ini mulai berlaku sejak tanggal ditetapkan dan berakhir pada tanggal 31 Agustus 2026 dengan ketentuan bahwa segala sesuatu akan diperbaiki kembali sebagaimana mestinya, apabila kemudian ternyata terdapat kekeliruan dalam penetapan ini.
- Keenam : Dengan berlakunya SK ini, Maka SK No. 660/Un.08/Ps/07/2026 dinyatakan tidak berlaku lagi.

AR - RANIRY



Tembusan : Rektor UIN Ar-Raniry di Banda Aceh;

Lampiran II

Data Bulanan Variabel Periode 2015-2025

Periode	Inflasi (%)	BI Rate (%)	Kurs (USD/IDR)	Harga Minyak (barel)	Harga Emas (USD/oz)	Cadangan Devisa US\$ (dalam juta)	Return JII (%)
2015-01	-0.24	7.75	12625.00	53.95	1279.20	114.25	2.26
2015-02	-0.36	7.50	12863.00	63.15	1213.10	115.527	2.18
2015-03	0.17	7.50	13084.00	56.21	1183.20	111.554	0.84
2015-04	0.36	7.50	12937.00	67.45	1182.40	110.867	-8.71
2015-05	0.50	7.50	13211.00	66.14	1189.80	110.771	5.00
2015-06	0.54	7.50	13332.00	64.14	1171.80	108.03	-5.88
2015-07	0.93	7.50	13481.00	52.85	1095.10	107.553	-2.29
2015-08	0.39	7.50	14027.00	54.99	1132.50	105.346	-6.81
2015-09	-0.05	7.50	14657.00	49.05	1115.20	101.72	-7.05
2015-10	-0.08	7.50	13639.00	50.31	1141.40	100.712	5.40
2015-11	0.21	7.50	13840.00	45.24	1065.30	100.24	-1.07
2015-12	0.96	7.50	13795.00	37.67	1060.20	105.931	4.06
2016-01	0.51	7.25	13846.00	35.99	1116.40	102.134	1.56
2016-02	-0.09	7.00	13395.00	36.57	1234.40	104.544	4.75
2016-03	0.19	6.75	13276.00	40.33	1235.60	107.543	1.69
2016-04	-0.45	6.75	13204.00	47.37	1290.50	107.711	0.09
2016-05	0.24	6.75	13615.00	49.89	1217.50	103.591	-0.68
2016-06	0.66	6.50	13180.00	49.71	1320.60	109.789	7.01
2016-07	0.69	6.50	13094.00	43.53	1357.50	111.409	4.65
2016-08	-0.02	5.25	13300.00	46.89	1311.40	113.538	2.79
2016-09	0.22	5.00	12998.00	50.19	1317.10	115.671	-0.96
2016-10	0.14	4.75	13051.00	48.61	1273.10	115.037	0.03
2016-11	0.47	4.75	13563.00	51.84	1173.90	111.466	-7.73
2016-12	0.42	4.75	13436.00	57.49	1151.70	116.362	1.67
2017-01	0.97	4.75	13343.00	55.58	1211.40	116.89	-0.69
2017-02	0.23	4.75	13347.00	56.51	1253.90	119.863	1.27

2017-03	-0.02	4.75	13321.00	53.53	1251.20	121.806	2.90
2017-04	0.09	4.75	13327.00	52.05	1268.30	123.249	2.76
2017-05	0.39	4.75	13321.00	50.76	1270.10	124.953	-0.61
2017-06	0.69	4.75	13319.00	48.77	1242.30	123.094	2.17
2017-07	0.22	4.75	13323.00	52.72	1279.40	127.759	-0.16
2017-08	-0.07	4.50	13351.00	52.86	1330.40	128.787	-0.28
2017-09	0.13	4.25	13492.00	56.79	1284.80	129.402	-1.74
2017-10	0.01	4.25	13572.00	60.94	1277.30	126.547	-0.63
2017-11	0.20	4.25	13514.00	62.63	1282.30	125.967	-2.06
2017-12	0.71	4.25	13548.00	66.44	1309.30	130.196	6.36
2018-01	0.62	4.25	13413.00	68.89	1347.90	131.98	3.70
2018-02	0.17	4.25	13707.00	64.73	1305.20	128.059	-1.94
2018-03	0.20	4.25	13756.00	69.34	1327.30	126.003	-8.75
2018-04	0.10	4.25	13877.00	74.69	1306.80	124.862	-1.57
2018-05	0.21	4.75	13951.00	77.56	1299.30	122.914	-2.56
2018-06	0.59	5.25	14404.00	79.23	1254.50	119.839	-3.07
2018-07	0.28	5.25	14413.00	74.21	1227.60	118.312	0.04
2018-08	-0.05	5.50	14711.00	77.64	1206.70	117.927	0.74
2018-09	-0.18	5.75	14929.00	82.73	1196.20	114.84	0.76
2018-10	0.28	5.75	15227.00	75.04	1238.60	115.163	-2.05
2018-11	0.27	6.00	14339.00	59.46	1226.00	117.212	1.74
2018-12	0.62	6.00	14481.00	54.02	1283.00	120.654	3.42
2019-01	0.32	6.00	14072.00	60.84	1322.10	120.075	6.10
2019-02	-0.08	6.00	14062.00	66.31	1299.20	123.274	-3.95
2019-03	0.11	6.00	14244.00	67.58	1298.50	124.539	0.91
2019-04	0.44	6.00	14215.00	72.06	1284.20	124.294	-1.81
2019-05	0.68	6.00	14385.00	61.99	1311.10	120.347	-4.46
2019-06	0.55	6.00	14141.00	64.74	1413.70	123.823	3.27
2019-07	0.31	5.75	14026.00	65.05	1432.40	125.9	0.75
2019-08	0.12	5.50	14237.00	59.25	1529.40	126.411	2.15
2019-09	-0.27	5.52	14174.00	59.25	1489.00	124.332	-2.37
2019-10	0.02	5.00	14008.00	59.62	1511.40	126.694	0.15
2019-11	0.14	5.00	14102.00	60.49	1472.70	126.633	-2.84
2019-12	0.34	5.00	13901.00	65.29	1523.10	129.183	4.59

2020-01	0.39	5.00	13662.00	56.62	1587.90	131.704	-7.92
2020-02	0.28	4.75	14234.00	49.67	1566.70	130.444	-12.10
2020-03	0.10	4.50	16367.00	26.35	1596.60	120.969	-15.68
2020-04	0.08	4.50	15157.00	26.48	1694.20	127.88	13.88
2020-05	0.07	4.50	14733.00	37.84	1751.70	130.544	-2.49
2020-06	0.18	4.25	14302.00	41.27	1800.50	131.718	0.91
2020-07	-0.10	4.00	14653.00	43.52	1985.90	135.077	4.09
2020-08	-0.05	4.00	14554.00	45.66	1987.60	137.041	0.19
2020-09	-0.05	4.00	14918.00	42.30	1895.50	135.153	-6.78
2020-10	0.07	4.00	14690.00	37.94	1879.90	133.663	5.16
2020-11	0.28	3.75	14128.00	47.88	1780.90	133.556	9.56
2020-12	0.45	3.75	14105.00	51.82	1895.10	135.897	5.46
2021-01	0.26	3.75	14084.00	55.04	1850.10	138.005	-4.55
2021-02	0.10	3.50	14229.00	64.42	1728.80	138.787	4.94
2021-03	0.08	3.50	14572.00	62.74	1715.60	137.095	-4.08
2021-04	0.13	3.50	14453.00	66.76	1767.70	138.799	-3.34
2021-05	0.32	3.50	14292.00	68.95	1905.30	136.398	-3.04
2021-06	-0.16	3.50	14542.00	74.62	1771.60	137.093	-4.11
2021-07	0.08	3.50	14462.00	75.41	1817.20	137.343	-2.11
2021-08	0.03	3.50	14306.00	71.63	1818.10	144.784	1.48
2021-09	-0.04	3.50	14321.00	78.31	1757.00	146.87	2.19
2021-10	0.12	3.50	14171.00	83.72	1783.90	145.461	2.79
2021-11	0.37	3.50	14320.00	69.23	1776.50	145.858	-1.72
2021-12	0.57	3.50	14278.00	77.35	1828.60	144.905	0.69
2022-01	0.56	3.50	14392.00	89.26	1796.40	141.344	-0.92
2022-02	-0.02	3.50	14369.00	97.97	1900.70	141.435	2.62
2022-03	0.66	3.50	14357.00	104.71	1954.00	139.129	3.28
2022-04	0.95	3.50	14480.00	107.14	1891.30	135.659	4.92
2022-05	0.40	3.50	14592.00	115.60	1845.20	135.55	-0.79
2022-06	0.61	3.50	14882.00	109.03	1807.30	136.379	-6.47
2022-07	0.64	3.50	14860.00	103.97	1754.40	132.173	4.08
2022-08	-0.21	3.75	14853.00	95.64	1716.90	132.202	3.13
2022-09	1.17	4.25	15232.00	85.14	1663.60	130.782	-0.92
2022-10	-0.11	4.75	15596.00	92.81	1640.70	130.197	1.20

2022-11	0.09	5.25	15742.00	86.97	1753.20	133.994	-1.60
2022-12	0.66	5.50	15592.00	85.65	1826.00	137.233	-3.36
2023-01	0.34	5.75	14992.00	85.46	1936.60	139.404	-1.78
2023-02	0.16	5.75	15240.00	83.45	1836.70	140.311	0.07
2023-03	0.18	5.75	14977.00	79.89	1988.50	145.189	-1.09
2023-04	0.33	5.75	14661.00	80.33	1999.00	144.167	0.97
2023-05	0.09	5.75	15003.00	72.60	1973.10	139.286	-8.10
2023-06	0.14	5.75	15000.00	75.41	1917.90	137.541	2.25
2023-07	0.21	5.75	15092.00	85.43	1979.60	137.674	2.51
2023-08	-0.02	5.75	15237.00	86.83	1947.00	137.09	0.02
2023-09	0.19	5.75	15487.00	92.20	1869.50	134.856	1.31
2023-10	0.17	6.00	15897.00	85.02	1994.30	133.14	-6.41
2023-11	0.38	6.00	15484.00	80.86	2047.60	138.1	-1.09
2023-12	0.41	6.00	15439.00	77.04	2083.50	146.384	2.71
2024-01	0.04	6.00	15803.00	81.71	2057.40	145.052	-1.11
2024-02	0.37	6.00	15715.00	81.91	2054.70	144.04	-3.19
2024-03	0.52	6.00	15873.00	87.00	2201.40	140.39	1.40
2024-04	0.25	6.25	16276.00	86.33	2302.90	136.218	0.53
2024-05	-0.03	6.25	16251.00	81.11	2354.70	138.973	-1.93
2024-06	-0.08	6.25	16394.00	85.00	2336.60	140.177	-2.59
2024-07	-0.18	6.25	16294.00	80.84	2438.50	145.414	2.68
2024-08	-0.03	6.25	15473.00	76.93	2536.70	150.243	0.77
2024-09	-0.12	6.00	15144.00	71.77	2647.90	149.922	1.85
2024-10	0.08	6.00	15705.00	72.81	2749.30	151.233	-0.55
2024-11	0.30	6.00	15856.00	71.84	2652.30	150.243	-5.81
2024-12	0.44	6.00	16157.00	74.64	2618.10	155.719	-1.75
2025-01	-0.76	5.75	16312.00	76.76	2845.20	156.085	-5.08
2025-02	-0.48	5.75	16575.00	72.81	2895.90	154.509	-9.91
2025-03	1.65	5.75	16566.00	74.74	3150.30	157.09	-0.64
2025-04	1.17	5.75	16679.00	63.12	3319.10	152.467	10.69
2025-05	-0.37	5.50	16300.00	63.90	3343.90	152.488	6.72
2025-06	0.19	5.50	16231.00	67.61	3307.70	152.567	1.76
2025-07	0.30	5.25	16459.00	71.70	3348.60	151.988	7.31
2025-08	-0.08	5.00	16461.00	68.12	3512.00	150.708	-2.44

2025-09	0.21	4.75	16692.00	67.02	3873.20	148.737	6.83
2025-10	0.28	4.75	16625.00	64.77	4013.30	149.933	1.53
2025-11	0.17	4.75	16661.00	62.38	4254.90	150.061	2.93
2025-12	0.64	4.75	16720.00	60.49	4357.10	156.471	0.03



Lampiran III

Output Analisis Data

Uji Stasioner

Intercept

Null Hypothesis: R(II) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			Null Hypothesis: D(R(II)) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.48072	0.0000	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.750296	0.0000
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-3.480818		1% level	-3.482879	
5% level	-2.883579		5% level	-2.884477	
10% level	-2.578601		10% level	-2.579080	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Null Hypothesis: R(III) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			Null Hypothesis: D(R(III)) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 35 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-10.47890	0.0000	Phillips-Perron test statistic	-61.66458	0.0001
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-3.480818		1% level	-3.481217	
5% level	-2.883579		5% level	-2.883753	
10% level	-2.578601		10% level	-2.578694	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Null Hypothesis: INF has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			Null Hypothesis: D(INF) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.954663	0.0000	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.34464	0.0000
Test critical values:			Test critical values:		
1% level	-3.481217		1% level	-3.482879	
5% level	-2.883753		5% level	-2.884477	
10% level	-2.578694		10% level	-2.579080	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Null Hypothesis: INF has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 14 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel				Adj. t-Stat	Prob.*
	Adj. t-Stat	Prob.*	Phillips-Perron test statistic	-35.16481	0.0001
Phillips-Perron test statistic	-9.193413	0.0000	Test critical values:		
Test critical values:			1% level	-3.481217	
1% level	-3.480818		5% level	-2.883753	
5% level	-2.883579		10% level	-2.578694	
10% level	-2.578601				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

Null Hypothesis: BIR has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)	Null Hypothesis: D(BIR) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)
	</

Null Hypothesis: LCD has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 0 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel	Null Hypothesis: D(LCD) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel
Adj. t-Stat Prob.*	Adj. t-Stat Prob.*
Phillips-Perron test statistic -0.825734 0.8082	Phillips-Perron test statistic -10.90290 0.0000
Test critical values: 1% level -3.480818 5% level -2.883579 10% level -2.578601	Test critical values: 1% level -3.481217 5% level -2.883753 10% level -2.578694
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Null Hypothesis: LHMD has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)	Null Hypothesis: D(LHMD) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)
t-Statistic Prob.*	t-Statistic Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic -2.495453 0.1189	Augmented Dickey-Fuller test statistic -10.10607 0.0000
Test critical values: 1% level -3.481217 5% level -2.883753 10% level -2.578694	Test critical values: 1% level -3.481217 5% level -2.883753 10% level -2.578694
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Null Hypothesis: LHMD has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 8 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel	Null Hypothesis: D(LHMD) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 17 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel
Adj. t-Stat Prob.*	Adj. t-Stat Prob.*
Phillips-Perron test statistic -2.330085 0.1642	Phillips-Perron test statistic -10.13193 0.0000
Test critical values: 1% level -3.480818 5% level -2.883579 10% level -2.578601	Test critical values: 1% level -3.481217 5% level -2.883753 10% level -2.578694
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Null Hypothesis: LHED has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)	Null Hypothesis: D(LHED) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)
t-Statistic Prob.*	t-Statistic Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic 2.255807 1.0000	Augmented Dickey-Fuller test statistic -10.66022 0.0000
Test critical values: 1% level -3.480818 5% level -2.883579 10% level -2.578601	Test critical values: 1% level -3.481217 5% level -2.883753 10% level -2.578694
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Null Hypothesis: LHED has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel	Null Hypothesis: D(LHED) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel
Adj. t-Stat Prob.*	Adj. t-Stat Prob.*
Phillips-Perron test statistic 2.454732 1.0000	Phillips-Perron test statistic -10.65695 0.0000
Test critical values: 1% level -3.480818 5% level -2.883579 10% level -2.578601	Test critical values: 1% level -3.481217 5% level -2.883753 10% level -2.578694
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

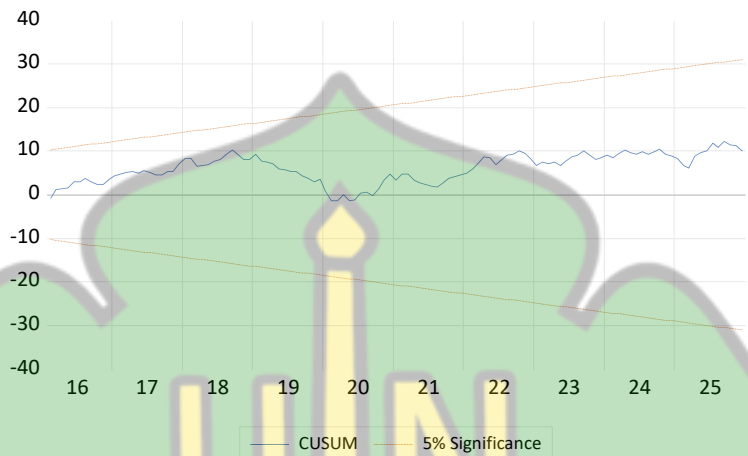
Trend And Intercept

Null Hypothesis: RJII has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			Null Hypothesis: D(RJII) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.44993	0.0000	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.710602	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.029595		Test critical values: 1% level	-4.032498	
5% level	-3.444487		5% level	-3.445877	
10% level	-3.147063		10% level	-3.147878	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Null Hypothesis: RJII has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			Null Hypothesis: D(RJII) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 35 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-10.44751	0.0000	Phillips-Perron test statistic	-62.44372	0.0001
Test critical values: 1% level	-4.029595		Test critical values: 1% level	-4.030157	
5% level	-3.444487		5% level	-3.444756	
10% level	-3.147063		10% level	-3.147221	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Null Hypothesis: INF has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			Null Hypothesis: D(INF) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
	t-Statistic	Prob.*		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.00998	0.0000	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.29086	0.0000
Test critical values: 1% level	-4.030157		Test critical values: 1% level	-4.032498	
5% level	-3.444756		5% level	-3.445877	
10% level	-3.147221		10% level	-3.147878	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Null Hypothesis: INF has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 15 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			Null Hypothesis: D(INF) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 40 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-9.211980	0.0000	Phillips-Perron test statistic	-35.01203	0.0001
Test critical values: 1% level	-4.029595		Test critical values: 1% level	-4.030157	
5% level	-3.444487		5% level	-3.444756	
10% level	-3.147063		10% level	-3.147221	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

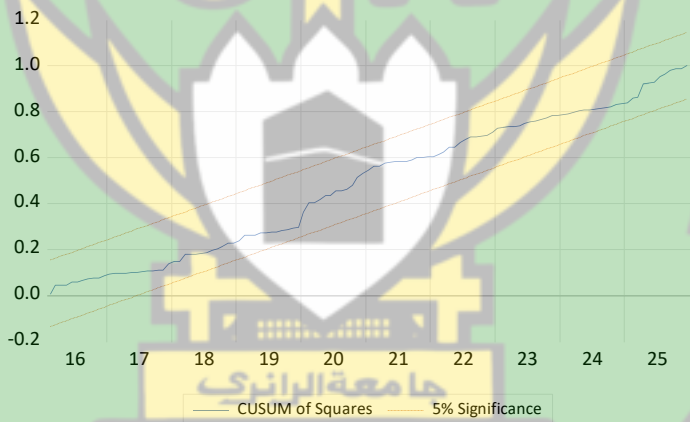
Null Hypothesis: BIR has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)	Null Hypothesis: D(BIR) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)																																				
<table><tr><td></td><td>t-Statistic</td><td>Prob.*</td></tr><tr><td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td><td>-2.178931</td><td>0.4968</td></tr><tr><td>Test critical values:</td><td></td><td></td></tr><tr><td>1% level</td><td>-4.030729</td><td></td></tr><tr><td>5% level</td><td>-3.445030</td><td></td></tr><tr><td>10% level</td><td>-3.147382</td><td></td></tr></table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.178931	0.4968	Test critical values:			1% level	-4.030729		5% level	-3.445030		10% level	-3.147382		<table><tr><td></td><td>t-Statistic</td><td>Prob.*</td></tr><tr><td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td><td>-4.986343</td><td>0.0004</td></tr><tr><td>Test critical values:</td><td></td><td></td></tr><tr><td>1% level</td><td>-4.030729</td><td></td></tr><tr><td>5% level</td><td>-3.445030</td><td></td></tr><tr><td>10% level</td><td>-3.147382</td><td></td></tr></table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.986343	0.0004	Test critical values:			1% level	-4.030729		5% level	-3.445030		10% level	-3.147382	
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.178931	0.4968																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.030729																																				
5% level	-3.445030																																				
10% level	-3.147382																																				
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.986343	0.0004																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.030729																																				
5% level	-3.445030																																				
10% level	-3.147382																																				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	*MacKinnon (1996) one-sided p-values.																																				
Null Hypothesis: BIR has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel	Null Hypothesis: D(BIR) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 5 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel																																				
<table><tr><td></td><td>Adj. t-Stat</td><td>Prob.*</td></tr><tr><td>Phillips-Perron test statistic</td><td>-2.041308</td><td>0.5730</td></tr><tr><td>Test critical values:</td><td></td><td></td></tr><tr><td>1% level</td><td>-4.029595</td><td></td></tr><tr><td>5% level</td><td>-3.444487</td><td></td></tr><tr><td>10% level</td><td>-3.147063</td><td></td></tr></table>		Adj. t-Stat	Prob.*	Phillips-Perron test statistic	-2.041308	0.5730	Test critical values:			1% level	-4.029595		5% level	-3.444487		10% level	-3.147063		<table><tr><td></td><td>Adj. t-Stat</td><td>Prob.*</td></tr><tr><td>Phillips-Perron test statistic</td><td>-7.958306</td><td>0.0000</td></tr><tr><td>Test critical values:</td><td></td><td></td></tr><tr><td>1% level</td><td>-4.030157</td><td></td></tr><tr><td>5% level</td><td>-3.444756</td><td></td></tr><tr><td>10% level</td><td>-3.147221</td><td></td></tr></table>		Adj. t-Stat	Prob.*	Phillips-Perron test statistic	-7.958306	0.0000	Test critical values:			1% level	-4.030157		5% level	-3.444756		10% level	-3.147221	
	Adj. t-Stat	Prob.*																																			
Phillips-Perron test statistic	-2.041308	0.5730																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.029595																																				
5% level	-3.444487																																				
10% level	-3.147063																																				
	Adj. t-Stat	Prob.*																																			
Phillips-Perron test statistic	-7.958306	0.0000																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.030157																																				
5% level	-3.444756																																				
10% level	-3.147221																																				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	*MacKinnon (1996) one-sided p-values.																																				
Null Hypothesis: LKURS has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)	Null Hypothesis: D(LKURS) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)																																				
<table><tr><td></td><td>t-Statistic</td><td>Prob.*</td></tr><tr><td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td><td>-4.592233</td><td>0.0016</td></tr><tr><td>Test critical values:</td><td></td><td></td></tr><tr><td>1% level</td><td>-4.029595</td><td></td></tr><tr><td>5% level</td><td>-3.444487</td><td></td></tr><tr><td>10% level</td><td>-3.147063</td><td></td></tr></table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.592233	0.0016	Test critical values:			1% level	-4.029595		5% level	-3.444487		10% level	-3.147063		<table><tr><td></td><td>t-Statistic</td><td>Prob.*</td></tr><tr><td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td><td>-12.55975</td><td>0.0000</td></tr><tr><td>Test critical values:</td><td></td><td></td></tr><tr><td>1% level</td><td>-4.030157</td><td></td></tr><tr><td>5% level</td><td>-3.444756</td><td></td></tr><tr><td>10% level</td><td>-3.147221</td><td></td></tr></table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.55975	0.0000	Test critical values:			1% level	-4.030157		5% level	-3.444756		10% level	-3.147221	
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.592233	0.0016																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.029595																																				
5% level	-3.444487																																				
10% level	-3.147063																																				
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.55975	0.0000																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.030157																																				
5% level	-3.444756																																				
10% level	-3.147221																																				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	*MacKinnon (1996) one-sided p-values.																																				
Null Hypothesis: LKURS has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel	Null Hypothesis: D(LKURS) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 15 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel																																				
<table><tr><td></td><td>Adj. t-Stat</td><td>Prob.*</td></tr><tr><td>Phillips-Perron test statistic</td><td>-4.600947</td><td>0.0016</td></tr><tr><td>Test critical values:</td><td></td><td></td></tr><tr><td>1% level</td><td>-4.029595</td><td></td></tr><tr><td>5% level</td><td>-3.444487</td><td></td></tr><tr><td>10% level</td><td>-3.147063</td><td></td></tr></table>		Adj. t-Stat	Prob.*	Phillips-Perron test statistic	-4.600947	0.0016	Test critical values:			1% level	-4.029595		5% level	-3.444487		10% level	-3.147063		<table><tr><td></td><td>Adj. t-Stat</td><td>Prob.*</td></tr><tr><td>Phillips-Perron test statistic</td><td>-16.39260</td><td>0.0000</td></tr><tr><td>Test critical values:</td><td></td><td></td></tr><tr><td>1% level</td><td>-4.030157</td><td></td></tr><tr><td>5% level</td><td>-3.444756</td><td></td></tr><tr><td>10% level</td><td>-3.147221</td><td></td></tr></table>		Adj. t-Stat	Prob.*	Phillips-Perron test statistic	-16.39260	0.0000	Test critical values:			1% level	-4.030157		5% level	-3.444756		10% level	-3.147221	
	Adj. t-Stat	Prob.*																																			
Phillips-Perron test statistic	-4.600947	0.0016																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.029595																																				
5% level	-3.444487																																				
10% level	-3.147063																																				
	Adj. t-Stat	Prob.*																																			
Phillips-Perron test statistic	-16.39260	0.0000																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.030157																																				
5% level	-3.444756																																				
10% level	-3.147221																																				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	*MacKinnon (1996) one-sided p-values.																																				
Null Hypothesis: LCD has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)	Null Hypothesis: D(LCD) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)																																				
<table><tr><td></td><td>t-Statistic</td><td>Prob.*</td></tr><tr><td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td><td>-3.056868</td><td>0.1212</td></tr><tr><td>Test critical values:</td><td></td><td></td></tr><tr><td>1% level</td><td>-4.029595</td><td></td></tr><tr><td>5% level</td><td>-3.444487</td><td></td></tr><tr><td>10% level</td><td>-3.147063</td><td></td></tr></table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.056868	0.1212	Test critical values:			1% level	-4.029595		5% level	-3.444487		10% level	-3.147063		<table><tr><td></td><td>t-Statistic</td><td>Prob.*</td></tr><tr><td>Augmented Dickey-Fuller test statistic</td><td>-10.87294</td><td>0.0000</td></tr><tr><td>Test critical values:</td><td></td><td></td></tr><tr><td>1% level</td><td>-4.030157</td><td></td></tr><tr><td>5% level</td><td>-3.444756</td><td></td></tr><tr><td>10% level</td><td>-3.147221</td><td></td></tr></table>		t-Statistic	Prob.*	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.87294	0.0000	Test critical values:			1% level	-4.030157		5% level	-3.444756		10% level	-3.147221	
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.056868	0.1212																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.029595																																				
5% level	-3.444487																																				
10% level	-3.147063																																				
	t-Statistic	Prob.*																																			
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.87294	0.0000																																			
Test critical values:																																					
1% level	-4.030157																																				
5% level	-3.444756																																				
10% level	-3.147221																																				
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.	*MacKinnon (1996) one-sided p-values.																																				

Null Hypothesis: LCD has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 3 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			Null Hypothesis: D(LCD) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
Adj. t-Stat Prob.*			Adj. t-Stat Prob.*		
Phillips-Perron test statistic -3.222011 0.0847			Phillips-Perron test statistic -10.87528 0.0000		
Test critical values: 1% level -4.029595			Test critical values: 1% level -4.030157		
5% level -3.444487			5% level -3.444756		
10% level -3.147063			10% level -3.147221		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Null Hypothesis: LHMD has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			Null Hypothesis: D(LHMD) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
t-Statistic Prob.*			t-Statistic Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic -2.984398 0.1406			Augmented Dickey-Fuller test statistic -10.06544 0.0000		
Test critical values: 1% level -4.030157			Test critical values: 1% level -4.030157		
5% level -3.444756			5% level -3.444756		
10% level -3.147221			10% level -3.147221		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Null Hypothesis: LHMD has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 7 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			Null Hypothesis: D(LHMD) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 17 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
Adj. t-Stat Prob.*			Adj. t-Stat Prob.*		
Phillips-Perron test statistic -2.593340 0.2841			Phillips-Perron test statistic -10.08153 0.0000		
Test critical values: 1% level -4.029595			Test critical values: 1% level -4.030157		
5% level -3.444487			5% level -3.444756		
10% level -3.147063			10% level -3.147221		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Null Hypothesis: LHED has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)			Null Hypothesis: D(LHED) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=12)		
t-Statistic Prob.*			t-Statistic Prob.*		
Augmented Dickey-Fuller test statistic -0.524836 0.9813			Augmented Dickey-Fuller test statistic -11.09264 0.0000		
Test critical values: 1% level -4.029595			Test critical values: 1% level -4.030157		
5% level -3.444487			5% level -3.444756		
10% level -3.147063			10% level -3.147221		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Null Hypothesis: LHED has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel			Null Hypothesis: D(LHED) has a unit root Exogenous: Constant, Linear Trend Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
Adj. t-Stat Prob.*			Adj. t-Stat Prob.*		
Phillips-Perron test statistic -0.589075 0.9778			Phillips-Perron test statistic -11.09409 0.0000		
Test critical values: 1% level -4.029595			Test critical values: 1% level -4.030157		
5% level -3.444487			5% level -3.444756		
10% level -3.147063			10% level -3.147221		
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

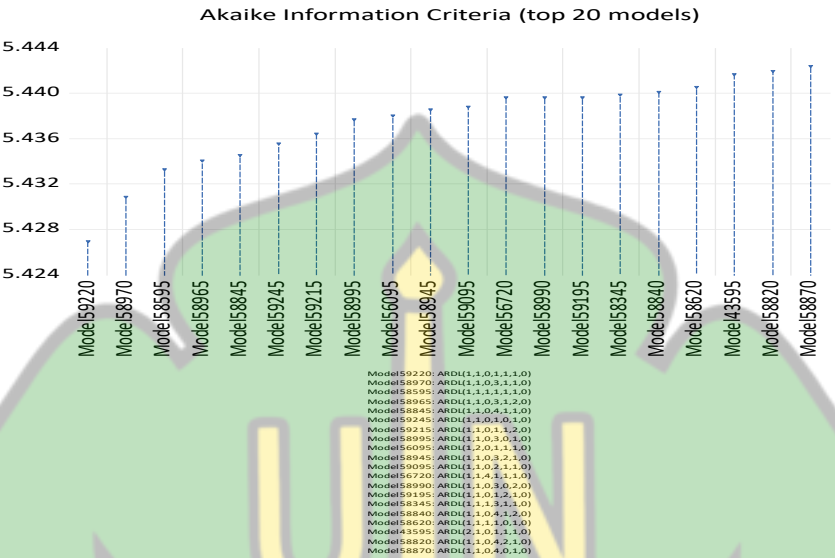
Uji Stabilitas
Cusum Test



Cusum Squares Test



Kriteria Model (Criteria Graph)



Uji Estimasi Ardl

Dependent Variable: RJII
Method: ARDL
Date: 07/10/26 Time: 16:33
Sample: 2015M02 2025M12
Included observations: 131
Lag selection: Automatic (deplaqs=4, reqlaqs=4)
Selected model: ARDL(1,1,0,1,1,1,0) using AIC (62500 models evaluated)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Distributed-lag Regressors				
Dependent				
RJII(-1)	-0.037131	0.080212	-0.462916	0.6443
Independent				
INF	1.537946	0.996573	1.543235	0.1254
INF(-1)	2.163557	0.977117	2.214225	0.0287
BIR	-0.470832	0.382418	-1.231198	0.2207
LKURS	-75.34553	18.20766	-4.138122	0.0001
LKURS(-1)	74.18197	17.30574	4.286553	0.0000
LCD	12.06079	17.14446	0.703480	0.4831
LCD(-1)	-28.75593	17.57050	-1.636603	0.1044
LHMD	5.564897	3.615452	1.539198	0.1264
LHMD(-1)	-6.132978	3.765166	-1.628873	0.1060
LHED	6.419048	3.170591	2.024559	0.0452
Deterministic Regressors				
C	48.66377	90.93190	0.535167	0.5935
R-squared				
Adjusted R-squared	0.370021	Mean dependent var	-0.055528	
S.E. of regression	0.311788	S.D. dependent var	4.398328	
Sum squared resid	3.648790	Akaike info criterion	5.513801	
Log likelihood	1584.326	Schwarz criterion	5.777177	
F-statistic	-349.1539	Hannan-Quinn criter.	5.620822	
Prob(F-statistic)	6.354107	Durbin-Watson stat	1.986226	
	0.000000			

*Note: p-values and any subsequent test results do not account for model selection.

Uji Jangka Pendek (Ect)

Dependent Variable: RJII
Method: ARDL
Date: 07/10/26 Time: 16:33
Sample: 2015M02 2025M12
Included observations: 131
Lag selection: Automatic (deplags=4, reglags=4)
Selected model: ARDL(1,1,0,1,1,1,0) using AIC (62500 models evaluated)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Cointegrating Equation				
COINTEQ	-1.037131	0.074015	-14.01250	0.0000
Short-run Regressors: Linear (Independent)				
D(INF)	1.537946	0.721387	2.131930	0.0350
D(LKURS)	-75.34553	16.01382	-4.705032	0.0000
D(LCD)	12.06079	15.89759	0.758655	0.4495
D(LHMD)	5.564897	3.329152	1.671566	0.0971
R-squared	0.657483	Mean dependent var	-0.017048	
Adjusted R-squared	0.646610	S.D. dependent var	5.964991	
S.E. of regression	3.545986	Akaike info criterion	5.406930	
Sum squared resid	1584.326	Schwarz criterion	5.516671	
Log likelihood	-349.1539	Hannan-Quinn criter.	5.451523	
F-statistic	60.46633	Durbin-Watson stat	1.986226	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Uji Jangka Panjang Cointegrating Coefficients

Deterministics: Rest. constant (Case 2)

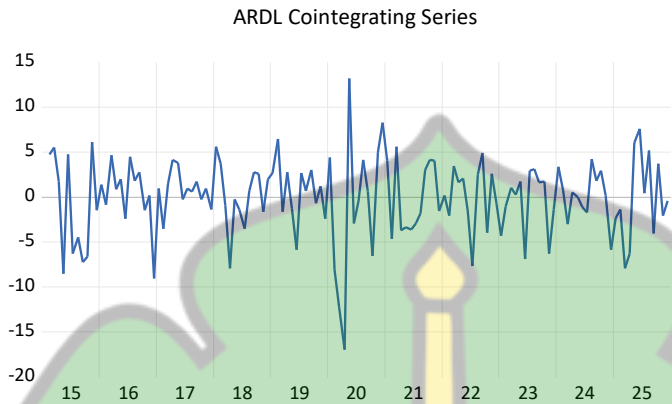
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INF(-1)	3.568983	1.245378	2.865784	0.0049
BIR	-0.453975	0.370803	-1.224304	0.2232
LKURS(-1)	-1.121899	10.40915	-0.107780	0.9143
LCD(-1)	-16.09743	8.529479	-1.887270	0.0615
LHMD(-1)	-0.547742	1.555753	-0.352075	0.7254
LHED	6.189234	2.955276	2.094300	0.0383
C	46.92151	86.71579	0.541095	0.5894

Cointegrating Specification

Deterministics: Rest. constant (Case 2)

$$\begin{aligned} \text{CE} = & \text{RJII}(-1) - (3.568983 \cdot \text{INF}(-1) - 0.453975 \cdot \text{BIR} - 1.121899 \\ & \cdot \text{LKURS}(-1) - 16.097428 \cdot \text{LCD}(-1) - 0.547742 \cdot \text{LHMD}(-1) \\ & + 6.189234 \cdot \text{LHED} + 46.921514) \end{aligned}$$

Cointegrating Series



Uji Bound Test

Null hypothesis: No levels relationship
Number of dynamic cointegrating variables: 6
Deterministics: Rest. constant (Case 2)
Sample size: 131

Test Statistic	Value
F-statistic	23.18024

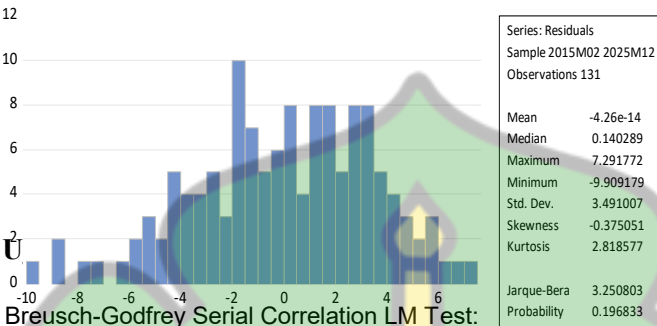
Bounds Critical Values

Sample Size		10%	5%	1%
I(0)	Asymptotic	1.990	2.270	2.880
I(1)	Asymptotic	2.940	3.280	3.990

* I(0) and I(1) are respectively the stationary and non-stationary bounds.

UJI RESIDUAL

Uji Normalitas



F-statistic	0.150215	Prob. F(2,117)	0.8607
Obs*R-squared	0.335516	Prob. Chi-Square(2)	0.8456

Uji heteroskedastisitas

Heteroskedasticity Test: White
Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.180077	Prob. F(69,61)	0.2556
Obs*R-squared	74.89339	Prob. Chi-Square(69)	0.2931
Scaled explained SS	56.19484	Prob. Chi-Square(69)	0.8661

Uji Ramsey Reset

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Omitted Variables: Squares of fitted values
Specification: RJII RJII(-1) INF INF(-1) BIR LKURS LKURS(-1) LCD LCD(-1) LHMD LHMD(-1) LHED C

	Value	df	Probability
t-statistic	0.047117	118	0.9625
F-statistic	0.002220	(1, 118)	0.9625
Likelihood ratio	0.002465	1	0.9604