

**PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI, KOMODITAS GLOBAL,  
DAN ASET DIGITAL TERHADAP HARGA SAHAM  
JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)**



Diajukan oleh :  
Nadirah Nur Alfakhirah 23918007

**PROGRAM STUDI MAGISTER ILMU EKONOMI FAKULTAS BISNIS DAN  
EKONOMIKA UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA  
2026**

PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI, KOMODITAS GLOBAL, DAN  
ASET DIGITAL TERHADAP HARGA SAHAM  
JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)

Tesis S-2 Program Ilmu Ekonomi



Diajukan oleh Nadirah Nur Alfakhirah 23918007

PROGRAM STUDI MAGISTER ILMU EKONOMI FAKULTAS BISNIS DAN  
EKONOMIKA UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA YOGYAKARTA

2026

## BERITA ACARA UJIAN TESIS

Pada hari Senin tanggal 16 Maret 2026 Program Studi Ilmu Ekonomi Program Magister,  
Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia telah mengadakan ujian tesis  
yang disusun oleh :

NADIRAH NUR ALFAKHIRAH

No. Mhs. : 23918007

Konsentrasi : Ekonomi dan Keuangan Syariah

Dengan Judul:  
PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI, KOMODITAS GLOBAL, DAN ASET  
DIGITAL TERHADAP HARGA SAHAM JAKARTA ISLAMIC INDEX (JII)

Berdasarkan penilaian yang diberikan oleh Tim  
Penguji, maka tesis tersebut dinyatakan LULUS

Penguji I



Drs. Akhsyim Afandi, M.A., Ph.D.

Penguji II



Dr. Sahabudin Sidiq, M.A.

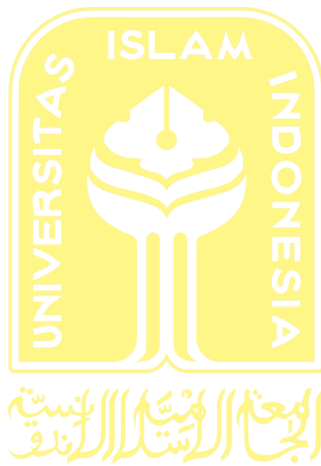
Mengetahui

Ketua Program Studi,



  
Prof. Drs. Agus Widarjono, M.A., Ph.D.

## HALAMAN PENGESAHAN



Yogyakarta, 27 Maret 2026

Telah diterima dan disetujui dengan baik oleh :

Dosen Pembimbing

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Akhsyim Afandi', is written below the title 'Dosen Pembimbing'.

Drs. Akhsyim Afandi, M.A., Ph.D.

## PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis ini merupakan hasil karya saya sendiri dan bukan merupakan hasil plagiarisme, baik sebagian maupun seluruhnya. Sepanjang pengetahuan saya, dalam tesis ini tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar akademik pada suatu perguruan tinggi, serta tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh pihak lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan dicantumkan dalam daftar referensi sesuai dengan kaidah ilmiah. Apabila di kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan peraturan yang berlaku”

Bengkulu, 4 Maret 2026



Nadirah Nur Alfakhirah

## **KATA PENGANTAR**

Puji syukur penulis panjatkan ke hadirat Allah SWT atas segala rahmat dan karunia-Nya sehingga tesis yang berjudul “Pengaruh Variabel Makroekonomi, Komoditas Global, dan Aset Digital terhadap Harga Saham Jakarta Islamic Index (JII)” dapat diselesaikan dengan baik. Tesis ini disusun sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister pada Program Magister Ekonomi dan Keuangan, Program Pascasarjana Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Islam Indonesia.

Penyusunan tesis ini merupakan proses akademik yang melibatkan beberapa pihak. Oleh karena itu, penulis menyampaikan ucapan terima kasih kepada:

1. Drs. Akhsyim Afandi, M.A., Ph.D. selaku Dosen Pembimbing dan Penguji I, atas bimbingan, arahan metodologis, serta masukan ilmiah yang diberikan selama proses penelitian dan penyusunan tesis ini.
2. Dr. Sahabuddin Sidiq, S.E., M.A. selaku Penguji II, atas kritik dan saran yang memperkaya serta menyempurnakan tesis ini.
3. Seluruh dosen, staf, dan civitas akademika Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Indonesia atas ilmu, dukungan administratif, serta lingkungan akademik yang kondusif selama masa studi. Kontribusi dan dedikasi yang diberikan telah menjadi bagian penting dalam proses pembelajaran dan penyelesaian tesis ini.
4. Kedua orang tua tercinta atas doa, dukungan moral, serta pengorbanan yang tulus dalam setiap tahap pendidikan yang penulis tempuh. Keluarga dan orang-orang terdekat yang senantiasa memberikan motivasi, penguatan, dan dukungan sehingga penulis dapat menyelesaikan studi ini dengan baik.
5. Rekan-rekan mahasiswa Magister Ekonomi dan Keuangan Angkatan 27 atas kebersamaan dan dukungan selama menempuh pendidikan.
6. Semua pihak yang turut membantu dalam penyelesaian tesis ini yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih memiliki keterbatasan. Oleh sebab itu, masukan yang konstruktif diharapkan untuk pengembangan penelitian di masa mendatang. Semoga tesis ini dapat memberikan kontribusi akademik, khususnya dalam kajian ekonomi dan keuangan syariah.

Wassalamu'alaikum warahmatullahi wabarakatuh

Bengkulu, 4 Maret 20206

Nadirah Nur Alfakhirah

## DAFTAR ISI

BERITA ACARA UJIAN TESIS .....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME.....	iv
KATA PENGANTAR .....	v
DAFTAR ISI.....	vii
DAFTAR TABEL.....	ix
DAFTAR GAMBAR .....	x
ABSTRAK .....	xi
ABSTRACT.....	xii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1    Latar Belakang .....	1
1.2    Rumusan Masalah .....	9
1.3    Tujuan Penelitian.....	9
1.4    Manfaat Penelitian.....	10
BAB II KAJIAN PUSTAKA .....	12
2.1    Teori Terkait Variabel Terikat .....	12
2.1.1    Teori Permintaan dan Penawaran Saham.....	12
2.1.2    Teori Efisiensi Pasar .....	13
2.1.3    Teori Investasi Syariah.....	14
2.2    Teori Terkait Variabel Bebas .....	15
2.2.1    Teori Moneter.....	16
2.2.2    Fisher Hypothesis.....	17
2.2.3    Keynesian Liquidity Preference.....	18
2.2.4    Dornbusch Overshooting Model.....	19
2.2.5    Real Business Cycle.....	19
2.2.6    Cost-Push Theory.....	20
2.2.7    Portfolio Diversification.....	21
2.2.8    Speculative Capital Flow .....	22
2.2.9    Global Spillover Effect .....	23
2.2.10    Behavioral Finance.....	24

2.3	Kajian Pustaka .....	25
2.4	Kerangka Pikiran .....	37
2.5	Hipotesis Penelitian .....	39
BAB III METODE PENELITIAN.....		40
3.1	Populasi dan Sampel Penelitian .....	40
3.2	Data dan Sumber Data.....	40
3.3	Definisi Operasioanal dan Pengukuran Variabel Penelitian .....	41
3.4	Metode Analisis Data .....	44
BAB IV DATA DAN PEMBAHASAN .....		49
4.1	Analisis Statistik Deskriptif.....	49
4.2	Hasil Estimasi dan Analisis ARDL .....	51
4.3	Pembahasan .....	68
4.3.1	Pengaruh Indeks Produksi Industri (IPI) terhadap Jakarta Islamic Index (JII).....	68
4.3.2	Pengaruh Suku Bunga terhadap Jakarta Islamic Index (JII) .....	70
4.3.3	Pengaruh Nilai Tukar terhadap Jakarta Islamic Index (JII) .....	72
4.3.4	Pengaruh Jumlah Uang Beredar (M2) terhadap Jakarta Islamic Index (JII).....	74
4.3.5	Pengaruh Inflasi terhadap Jakarta Islamic Index (JII).....	76
4.3.6	Pengaruh Harga Minyak (OIL) terhadap Jakarta Islamic Index (JII) .....	78
4.3.7	Pengaruh Harga Emas (GOLD) terhadap Jakarta Islamic Index (JII).....	80
4.3.8	Pengaruh Indeks Dow Jones (DJIA) terhadap Jakarta Islamic Index (JII).....	82
4.3.9	Pengaruh Harga Bitcoin (BTC) terhadap Jakarta Islamic Index (JII).....	85
4.3.10	Analisis Dampak Pandemi COVID19 terhadap Jakarta Islamic Index (JII).....	87
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....		90
5.1	Kesimpulan.....	90
5.2	Saran .....	91
DAFTAR PUSTAKA .....		93
LAMPIRAN .....		99

## DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu .....	28
Tabel 3. 1 Data dan Sumber Data .....	40
Tabel 4. 1 Hasil Analisis Deskriptif .....	49
Tabel 4. 2 Hasil Uji Stasioneritas .....	51
Tabel 4. 3 Hasil Ringkasan Spesifikasi Model ARDL terpilih .....	53
Tabel 4. 4 Hasil Estimasi Model Utama ARDL .....	54
Tabel 4. 5 Hasil Ringkasan Uji Kointegrasi .....	56
Tabel 4. 6 Hasil Uji Autokorelasi (Breusch-Godfrey LM Test) .....	57
Tabel 4. 7 Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	58
Tabel 4. 8 Hasil Uji Normalitas (Jarque-Bera) .....	58
Tabel 4. 9 Hasil Uji Ramsey RESET .....	59
Tabel 4. 10 Hasil Estimasi Jangka Pendek (ECM) .....	63
Tabel 4. 11 Hasil Estimasi Koefisien Jangka Panjang .....	66

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. 1 Perkembangan Kapitalisasi Pasar Jakarta Islamic Index (JII) .....	3
Gambar 1. 2 Pergerakan Harga Saham Jakarta Islamic Index (JII) .....	5
Gambar 2. 1 Kerangka Pikiran.....	38
Gambar 4. 1 Hasil Uji CUSUM Test .....	60
Gambar 4. 2 Hasil Uji CUSUM of Squares .....	61

## ABSTRAK

Penelitian ini menganalisis dinamika Jakarta Islamic Index (JII) terhadap variabel makroekonomi, komoditas, dan aset digital menggunakan metode *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) periode 2014-2024. Hasil uji simultan menunjukkan seluruh variabel berpengaruh signifikan terhadap JII. Secara parsial dalam jangka panjang, Nilai Tukar (Kurs), Harga Emas, dan DJIA menjadi determinan negatif utama, depresiasi Rupiah dan penguatan pasar global memicu *capital outflow* dari pasar syariah domestik. Sebaliknya, Bitcoin memberikan kontribusi positif signifikan, menandakan penerimaan aset digital sebagai instrumen komplementer ekonomi digital. Variabel makroekonomi klasik (IPI, Suku Bunga, M2, Inflasi, dan Harga Minyak) ditemukan tidak signifikan, mengindikasikan pasar telah melakukan mekanisme *priced-in*. Terkait krisis, Pandemi COVID-19 terbukti tidak berpengaruh signifikan dalam jangka panjang, mempertegas resiliensi struktural JII yang didukung oleh *liquidity-driven recovery*. Temuan krusial menunjukkan peningkatan efisiensi pasar yang drastis dengan kecepatan penyesuaian (*Error Correction Term*) menuju keseimbangan jangka panjang hanya dalam 2,3 bulan. Hal ini membuktikan pasar modal syariah Indonesia telah bertransformasi menjadi ekosistem yang responsif dan adaptif terhadap informasi global satu dekade terakhir.

Kata Kunci: JII, ARDL, Efisiensi Pasar, Bitcoin, Resiliensi Krisis.

## ABSTRACT

This study analyzes the dynamics of the Jakarta Islamic Index (JII) in relation to macroeconomic, commodity, and digital asset variables using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) method for the period 2014–2024. The results of the simultaneous test indicate that all variables have a significant impact on the JII. In the long run, the Exchange Rate, Gold Price, and DJIA are the primary negative determinants, where the depreciation of the Rupiah and the strengthening of global markets trigger capital outflows from the domestic sharia market. Conversely, Bitcoin makes a significant positive contribution, indicating the acceptance of digital assets as complementary instruments in the digital economy. Classic macroeconomic variables (IPI, Interest Rates, M2, Inflation, and Oil Prices) were found to be insignificant, indicating that the market has already priced them in. Regarding crises, the COVID-19 pandemic proved to have no significant long-term impact, reinforcing the structural resilience of the JII supported by a liquidity-driven recovery. A crucial finding shows a drastic increase in market efficiency, with the adjustment speed (Error Correction Term) reaching long-term equilibrium in just 2.3 months. This proves that the Indonesian Islamic capital market has transformed into an ecosystem that is highly responsive and adaptive to global information over the past decade.

Keywords: JII, ARDL, Market Efficiency, Bitcoin, Crisis Resilience.

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### 1.1 Latar Belakang

Dinamika perkembangan ekonomi dunia telah memberikan dampak signifikan terhadap berbagai bidang, termasuk pasar modal (Sholiha, 2023). Pasar modal tidak hanya berfungsi sebagai sarana pendanaan bagi perusahaan tetapi sebagai salah satu instrumen investasi yang berkontribusi pada pertumbuhan ekonomi suatu negara (Widiyanti & Sari, 2019). Di Indonesia, pasar modal syariah mengalami pertumbuhan yang pesat seiring dengan meningkatnya minat masyarakat pada investasi berbasis prinsip syariah (Adewiyah & Bawono, 2023).

Investasi dianggap dalam Islam sebagai aktivitas ekonomi dan bentuk muamalah yang dianjurkan karena dapat mengoptimalkan penggunaan harta dan memberikan manfaat kepada masyarakat (Pardiansyah, 2017; Rosidah & Negarawati, 2025). Dalam perspektif fikih, hukum dasar dalam muamalah adalah mubah (diperbolehkan), kecuali jika terdapat larangan yang eksplisit dalam Al-Qur'an dan Hadits (Putri et al., 2024). Hal ini menunjukkan bahwa investasi tidak hanya memiliki manfaat praktis tetapi juga memiliki manfaat spiritual karena didasarkan pada peraturan syariah (Pardiansyah, 2017; Putri et al., 2024).

Penerapan prinsip syariah pada instrumen keuangan diatur dalam Fatwa DSN-MUI, seperti Fatwa nomor 80/DSN-MUI/III/2011, yang mengatur mekanisme transaksi efek syariah di pasar reguler tanpa memerlukan bursa terpisah. Kondisi ini memfasilitasi investor untuk bertransaksi sesuai prinsip syariah, sehingga memberikan kepastian kepatuhan syariah (*sharia compliance*) dalam

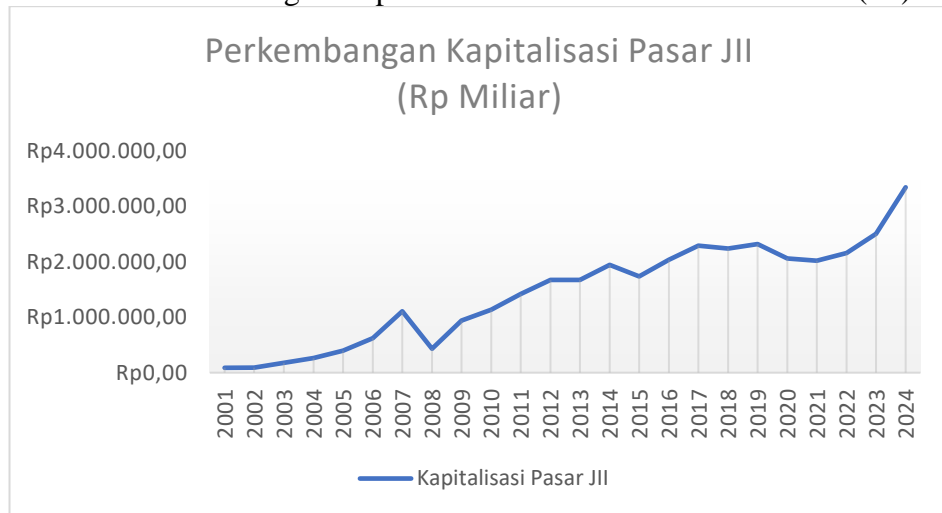
aktivitas investasi (Lutfiyah et al., 2022; Waluyo et al., 2023). Selain itu, keberadaan efek syariah mendorong pertumbuhan pasar modal syariah di Indonesia, yang semakin menarik minat investor untuk berpartisipasi dalam investasi berbasis nilai-nilai Islam (Lutfiyah et al., 2022).

Jakarta Islamic Index (JII) sebagai representasi pasar modal syariah di Indonesia, terdiri dari berbagai instrumen keuangan yang sesuai dengan prinsip syariah. Instrumen utama dalam JII adalah saham syariah dari emiten yang beroperasi sesuai ketentuan syariah serta memiliki kapitalisasi pasar besar dan likuiditas tinggi (Pantas, 2017; Selasi & Hernawati, 2024). Jakarta Islamic Index berfungsi sebagai indikator untuk menilai kinerja pasar saham syariah di Indonesia, yang meliputi emiten memenuhi kriteria syariah dari Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Sesuai Fatwa DSN-MUI Nomor 40/DSN-MUI/X/2003, saham yang terdaftar dalam JII harus memenuhi kriteria tertentu, seperti menghindari aktivitas yang dilarang syariah berupa riba, judi, serta bisnis yang berkaitan dengan alkohol.

Jakarta Islamic Index (JII) tidak hanya menarik perhatian investor lokal tetapi juga investor global yang mencari instrumen investasi yang sejalan dengan nilai-nilai Islam (Judijanto et al., 2025). Seiring bertambahnya kesadaran terhadap investasi syariah, JII menawarkan peluang bagi investor yang mengutamakan keselarasan dengan nilai-nilai syariah. Kepercayaan investor meningkat karena transparansi dan akuntabilitas JII yang tinggi. Regulasi Otoritas Jasa Keuangan yang ketat mengharuskan perusahaan yang terdaftar dalam JII untuk melaporkan kinerja keuangan dan kepatuhan syariah secara berkala (Judijanto et al., 2025). Hal

ini menciptakan ekosistem investasi yang aman dan menarik bagi investor yang menginginkan portofolio sesuai dengan prinsip syariah dan menguntungkan secara finansial (Hikmah & Selasi, 2025).

Gambar 1. 1 Perkembangan Kapitalisasi Pasar Jakarta Islamic Index (JII)



Sumber: Statistik Saham Syariah, 2024

Meskipun ada beberapa hambatan, seperti krisis finansial global dan dampak pandemi, data kapitalisasi pasar JII dari tahun 2001 hingga 2024 menunjukkan pertumbuhan. Meningkatnya minat investor terhadap saham syariah dan potensi pertumbuhan pasar yang berkelanjutan menunjukkan tren positif dalam kapitalisasi pasar JII (Hikmah & Selasi, 2025; Judijanto et al., 2025). Data kapitalisasi pasar JII dari tahun 2001 hingga 2024 menunjukkan tren pertumbuhan yang mencerminkan dinamika pasar saham syariah di Indonesia. Informasi ini dapat digunakan oleh investor dan pembuat kebijakan untuk membuat strategi investasi dan undang-undang yang mendukung pertumbuhan pasar saham syariah di Indonesia (Indari, 2018). Pertumbuhan ini mencerminkan meningkatnya minat investor terhadap saham-saham syariah, seiring dengan pertumbuhan ekonomi yang positif (Indari, 2018).

Meskipun sempat mengalami penurunan tajam akibat krisis keuangan global pada 2008, pasar JII menunjukkan pemulihan yang konsisten dalam dekade berikutnya. Peningkatan kapitalisasi ini tidak hanya mencerminkan kepercayaan investor terhadap instrumen syariah, tetapi juga memperlihatkan ketahanan pasar syariah Indonesia terhadap tekanan ekonomi global (Syifa & Amri, 2024). Tren ini menjadi dasar penting bagi investor dan pembuat kebijakan dalam merumuskan strategi pengembangan pasar modal syariah ke depan. Peningkatan ini menunjukkan potensi pertumbuhan yang kuat di pasar saham syariah Indonesia serta minat investor yang meningkat terhadap instrumen investasi yang mengikuti prinsip syariah (Hikmah & Selasi, 2025).

Krisis keuangan global tahun 2008, yang dipicu oleh kegagalan pasar Hipotek Subprime di Amerika Serikat, merupakan salah satu peristiwa yang memberikan dampak terhadap sistem ekonomi global (Ariccia et al., 2008). Fenomena ini menjadi titik balik penting dalam dinamika sistem keuangan global serta menimbulkan dampak sistemik terhadap stabilitas pasar keuangan di berbagai negara (Xiao, 2023). Selama periode tersebut, peminjam yang memiliki riwayat kredit yang buruk diberikan pinjaman untuk membeli properti, yang menyebabkan lonjakan dalam akumulasi kredit berisiko tinggi (Ariccia et al., 2008). Ketika harga properti mulai turun, peminjam tidak mampu membayar cicilan, yang mengakibatkan lembaga keuangan yang memiliki sekuritas hipotek mengalami kerugian besar (Santoso, 2018).

Dampak *Global Financial Crisis* (GFC2008) pada tahun 2008 terasa di pasar modal Indonesia. Index Harga Saham Gabungan (IHSG) mengalami

penurunan drastis, dengan nilai saham-saham di bursa efek merosot lebih dari 50% pada akhir tahun tersebut yang berdampak pada JII (Sari et al., 2025). Penurunan ini tidak hanya disebabkan oleh ketidakpastian ekonomi global, tetapi penarikan dana oleh investor yang berusaha melindungi aset dari volatilitas pasar. Meskipun perekonomian Indonesia relatif lebih tahan dibandingkan negara lain, krisis ini tetap menyebabkan penurunan likuiditas dan kepercayaan investor terhadap instrumen investasi, termasuk yang berbasis syariah (Wati & Fasa, 2024). Karena larangan riba dan spekulasi yang tidak produktif, pasar modal syariah di Indonesia lebih tahan dibandingkan dengan sistem keuangan konvensional. Namun, ketahanan ini juga dipengaruhi oleh keadaan ekonomi global secara keseluruhan, yang mencakup variabel seperti geopolitik dan kejadian eksternal lainnya (Surury et al., 2025). Dalam situasi seperti ini, penting untuk terus memantau pasar dan mengambil tindakan yang tepat untuk melindungi portofolio investasi (Sepvira, 2024).

Gambar 1. 2 Pergerakan Harga Saham Jakarta Islamic Index (JII)



Sumber: IDX, 2024

Data historis harga saham JII menunjukkan dinamika yang mencerminkan sensitivitasnya terhadap kondisi ekonomi domestik maupun global selama periode 2001 hingga 2024. Pergerakan harga saham JII dipengaruhi oleh beragam faktor, seperti kondisi ekonomi makro, kebijakan moneter pemerintah, serta sentimen pasar (Prehatin & Haryono, 2024; Septiarini et al., 2020). Krisis keuangan global menunjukkan bagaimana pasar saham dapat dipengaruhi oleh ketidakpastian ekonomi, dan pemulihan yang terjadi setelahnya menunjukkan minat investasi yang meningkat di sektor syariah (Foglie & Panetta, 2020). Fluktuasi ini mencerminkan bagaimana pasar saham syariah di Indonesia tetap dipengaruhi oleh faktor eksternal, meskipun memiliki fondasi prinsip-prinsip yang berbeda dari pasar konvensional (Surury et al., 2025).

Menurut penelitian sebelumnya, harga saham syariah dipengaruhi oleh faktor-faktor makroekonomi. Saham syariah meskipun memiliki karakteristik khusus seperti larangan investasi di sektor yang tidak sesuai dengan prinsip Islam, tetap berada dalam kerangka ekonomi makro yang sama dengan saham konvensional. Marpaung & Pangestuti (2024) menemukan bahwa setelah pandemi COVID-19, hubungan antara suku bunga dan IHSG menjadi signifikan, sementara inflasi berpengaruh signifikan baik sebelum maupun sesudah pandemi. Hidayat et al (2023) menyimpulkan bahwa inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), sedangkan nilai tukar berpengaruh negatif. Muan & Susilo (2022) menunjukkan bahwa nilai tukar, suku bunga, dan harga minyak memengaruhi ISSI secara signifikan, tetapi inflasi tidak berpengaruh secara parsial.

Ilyas (2022) mendapati bahwa nilai tukar dan suku bunga berpengaruh signifikan terhadap harga saham indeks LQ45, namun inflasi dan produk domestik bruto (PDB) tidak berpengaruh. Latifatunnisa & Sudarsono (2024) menyatakan bahwa nilai tukar dan jumlah uang beredar (M2) memiliki dampak signifikan terhadap ISSI dalam jangka panjang, sementara inflasi tetap tidak signifikan. Husnah et al (2022) menemukan bahwa dalam jangka pendek hanya harga minyak yang berpengaruh pada JII, dan inflasi tidak berpengaruh dalam jangka panjang. Ramli et al (2021) menunjukkan bahwa indeks produksi industri (IPI) berpengaruh positif terhadap JII, serta tidak ada hubungan kausal dua arah antara variabel makroekonomi dan pasar saham syariah.

Berdasarkan beberapa penelitian yang telah dipaparkan, variabel yang digunakan masih berfokus pada variabel makro domestik seperti inflasi, nilai tukar, suku bunga, dan jumlah uang beredar. Beberapa studi bahkan hanya membahas indeks saham syariah secara umum seperti ISSI, bukan secara spesifik JII yang berisi saham-saham syariah unggulan. Inflasi telah menjadi variabel yang konsisten digunakan oleh Marpaung & Pangestuti (2024), Hidayat et al (2023), Muan & Susilo (2022), Ilyas (2022), Latifatunnisa & Sudarsono (2024), dan Husnah et al (2022). Sementara itu, suku bunga dan nilai tukar juga muncul dalam hampir semua penelitian tersebut sebagai indikator utama yang memengaruhi indeks saham syariah seperti ISSI maupun JII. Jumlah uang beredar (M2) tercatat digunakan dalam penelitian oleh Latifatunnisa & Sudarsono (2024), yang menunjukkan urgensinya dalam memahami pengaruh kebijakan moneter terhadap indeks saham. Variabel harga minyak dunia dan harga emas pun menjadi indikator penting yang

diteliti oleh Husnah et al (2022). Indeks produksi industri (IPI) sebagai indikator fundamental ekonomi riil, hanya muncul secara eksplisit dalam penelitian oleh Ramli et al (2021).

Penelitian ini mengembangkan analisis dengan memasukkan variabel yang belum digunakan dalam studi terdahulu yaitu variabel faktor-faktor global seperti harga Bitcoin, dan Indeks Dow Jones (DJIA) sebagai proxy integrasi pasar. Harga Bitcoin, sebagai representasi dari aset digital yang volatil dan spekulatif, belum pernah digunakan dalam penelitian indeks saham syariah di Indonesia, meskipun literatur global telah mulai memperhatikan pengaruhnya terhadap pasar keuangan. Indeks Dow Jones digunakan dalam penelitian ini sebagai representasi dari keterkaitan pasar saham Indonesia dengan bursa saham global. Selain itu, IPI juga dimasukkan sebagai indikator riil aktivitas ekonomi domestik serta variabel *dummy* COVID-19 untuk menangkap efek guncangan eksogen.

Penelitian ini menggabungkan variabel-variabel yang diidentifikasi oleh peneliti sebagai variabel independen berupa variabel makroekonomi yaitu indeks produksi industri (IPI), suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar (M2), inflasi, harga minyak, harga emas, harga Bitcoin, indeks Dow Jones serta variabel *dummy* COVID-19 pada harga saham JII dari tahun 2014 hingga 2024. Tujuan dari penelitian ini untuk menganalisis tentang bagaimana faktor makroekonomi mempengaruhi harga saham pada JII. Meskipun terdapat perbedaan dengan penelitian yang sebelumnya karena kebaruan dari penelitian ini lebih mengarah pada semua variabel makroekonomi yang menjadi ukuran untuk menganalisis sejauh mana tingkat pengaruh harga saham pada JII, dengan rentang waktu dan

objek penelitian yang berbeda dengan penelitian sebelumnya. Namun terdapat kesamaan terhadap penelitian sebelumnya yaitu tentang perkembangan harga saham di pasar modal syariah yang semakin berkembang di Indonesia. Berdasarkan uraian di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh Variabel Makroekonomi, Komoditas Global, dan Aset Digital terhadap Harga Saham pada Jakarta Islamic Index (JII)”.

### 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang yang telah disampaikan, maka perumusan masalah yang diajukan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Bagaimana variabel indeks produksi industri (IPI), suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar (M2), inflasi, harga minyak, harga emas, harga Bitcoin, indeks Dow Jones (DJIA) serta COVID-19 secara parsial berpengaruh terhadap harga saham pada Jakarta Islamic Index (JII)?
2. Bagaimana variabel indeks produksi industri (IPI), suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar (M2), inflasi, harga minyak, harga emas, harga Bitcoin, indeks Dow Jones (DJIA) serta COVID-19 secara simultan berpengaruh terhadap harga saham pada Jakarta Islamic Index (JII)?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang di atas, maka tujuan dilakukannya penelitian ini, yaitu:

1. Untuk menganalisis pengaruh variabel indeks produksi industri (IPI), suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar (M2), inflasi, harga minyak, harga

emas, harga Bitcoin, indeks Dow Jones (DJIA) serta COVID-19 secara parsial terhadap harga saham pada Jakarta Islamic Index (JII).

2. Untuk menganalisis pengaruh variabel indeks produksi industri (IPI), suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar (M2), inflasi, harga minyak, harga emas, harga Bitcoin, indeks Dow Jones (DJIA) serta COVID-19 secara simultan berpengaruh terhadap harga saham pada Jakarta Islamic Index (JII).

#### 1.4 Manfaat Penelitian

Berdasarkan latar belakang di atas, maka manfaat dilakukannya penelitian ini, yaitu:

1. Manfaat teoritis

Penelitian ini dilakukan untuk memperdalam wawasan serta pengetahuan tentang Pengaruh Variabel Makroekonomi, Komoditas Global, dan Aset Digital terhadap Harga Saham Pada Jakarta Islamic Index (JII). Selain itu, penelitian ini dapat menjadi referensi bagi mahasiswa, akademisi, dan peneliti lain untuk mengembangkan penelitian lebih lanjut terkait pasar modal syariah.

2. Manfaat bagi Pelaku Pasar Modal

Bagi para pelaku pasar modal, temuan dalam penelitian ini dapat dijadikan sebagai dasar evaluatif serta instrumen mitigasi risiko apabila terjadi perubahan pada indikator-indikator variabel yang berpengaruh terhadap stabilitas pasar modal.

3. Manfaat bagi Masyarakat

Penelitian ini diharapkan mampu memberikan edukasi kepada masyarakat mengenai hubungan antara variabel makroekonomi dan harga saham syariah,

sehingga dapat meningkatkan literasi keuangan dan mendorong partisipasi masyarakat dalam investasi berbasis syariah di pasar modal.

## **BAB II**

### **KAJIAN PUSTAKA**

#### 2.1 Teori Terkait Variabel Terikat

Untuk menjelaskan harga saham sebagai variabel terikat, penelitian ini menggunakan beberapa teori yang berkaitan dengan pembentukan dan pergerakan harga saham, seperti teori permintaan dan penawaran saham, teori efisiensi pasar dan teori investasi syariah, yang menjadi dasar dalam memahami dinamika harga saham Jakarta Islamic Index (JII).

##### 2.1.1 Teori Permintaan dan Penawaran Saham

Teori permintaan dan penawaran saham merupakan konsep fundamental dalam mekanisme pasar modal yang menjelaskan bagaimana harga saham ditentukan melalui interaksi antara permintaan (*demand*) dan penawaran (*supply*) di pasar. Secara teori, harga saham akan naik apabila permintaan terhadap saham tersebut lebih besar daripada penawarannya, karena para investor bersaing untuk mendapatkan saham yang terbatas jumlahnya (Chan & Fong, 2000). Sebaliknya, apabila penawaran saham melebihi permintaan, maka harga saham akan turun karena lebih banyak investor yang ingin menjual daripada membeli. Teori ini berlandaskan pada prinsip dasar ekonomi mikro yang menyatakan bahwa harga suatu barang atau instrumen di pasar terbentuk berdasarkan keseimbangan antara kuantitas yang diminta dan kuantitas yang ditawarkan (Mankiw, 2011).

Permintaan saham dipengaruhi oleh kompleksitas faktor internal dan eksternal yang mencakup prospek laba perusahaan, situasi makroekonomi, tingkat suku bunga, inflasi, serta psikologi pasar yang merefleksikan sentimen investor

secara luas. Kinerja keuangan positif yang ditunjukkan oleh laporan laba serta prediksi pertumbuhan usaha yang optimis secara signifikan meningkatkan daya tarik saham di mata investor, sehingga mendorong permintaan yang tinggi dan merangsang kenaikan harga saham (Fama, 1970). Di sisi lain, penawaran saham ditentukan oleh keputusan investor yang mempertimbangkan kebutuhan likuiditas, strategi diversifikasi portofolio, dan penilaian nilai intrinsik saham yang saat itu berlaku (Bodie et al., 2014).

### 2.1.2 Teori Efisiensi Pasar

Fama (1970) mengemukakan teori efisiensi pasar, menyatakan bahwa harga aset di pasar modal dengan cepat dan menyeluruh merefleksikan seluruh informasi tersedia. Pasar yang efisien akan langsung bereaksi terhadap informasi baru, baik mikro seperti kinerja bisnis maupun makro seperti perubahan kebijakan moneter, inflasi, dan kurs valuta asing, karena baik informasi historis, publik, maupun privat telah terinternalisasi dalam harga saham, sehingga investor tidak dapat secara konsisten mendapatkan imbal hasil abnormal tanpa mengambil risiko yang lebih besar (Fama, 1970; Malkiel, 2003).

Fama membagi teori efisiensi pasar menjadi tiga bentuk utama: efisiensi bentuk lemah (*weak-form efficiency*), bentuk setengah kuat (*semi-strong-form efficiency*), dan bentuk kuat (*strong-form efficiency*). Efisiensi bentuk lemah menyatakan bahwa harga saham mencerminkan informasi historis harga masa lalu, sehingga analisis teknikal tidak efektif. Bentuk setengah kuat menegaskan bahwa semua informasi publik tersaji dalam harga saham, sehingga analisis fundamental tidak berguna. Sementara itu, bentuk kuat menyatakan bahwa harga saham

mencakup seluruh informasi, baik publik maupun privat yang hampir sulit dicapai secara empiris (Fama, 1991).

Menurut teori efisiensi pasar, dalam hal ini persepsi investor terhadap nilai intrinsik saham dipengaruhi secara signifikan oleh faktor makroekonomi seperti suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, dan inflasi. Akibatnya, harga saham di pasar modal akan berubah sesuai dengan ekspektasi investor. Oleh karena itu, semua informasi telah tercermin dalam harga, sehingga peluang arbitrase jangka panjang di pasar tidak ada. Teori efisiensi pasar (*Efficient Market Hypothesis/EMH*) menjadi dasar untuk menganalisis dinamika harga saham karena transparansi dan kecepatan informasi yang meningkat di pasar keuangan global (Lim & Brooks, 2011).

### 2.1.3 Teori Investasi Syariah

Investasi tidak hanya dilihat sebagai tindakan ekonomi yang menghasilkan keuntungan, tetapi juga sebagai tanggung jawab moral dan spiritual yang harus dilakukan sesuai prinsip syariah. Investasi syariah menolak aktivitas yang mengandung unsur *riba* (bunga), *gharar* (ketidakpastian berlebihan), dan *maisir* (spekulasi), yang dapat menyebabkan ketidakadilan dan kerugian. Selain itu, investasi harus didasarkan pada prinsip keadilan, kemaslahatan (manfaat bagi masyarakat), dan keberkahan, yang melibatkan pertimbangan tidak hanya aspek ekonomi tetapi juga sosial dan spiritual (El-gamal, 2006).

Berbeda dengan teori investasi konvensional yang mengutamakan maksimisasi return, investasi syariah memadukan antara keuntungan finansial dan keberkahan spiritual (*barakah*). Teori ini menekankan pentingnya selektivitas

dalam memilih instrumen investasi yang tidak hanya menguntungkan secara finansial, tetapi juga memberikan dampak sosial positif. Dalam praktiknya, saham terpilih wajib memenuhi kriteria khusus yang ditetapkan otoritas syariah, seperti Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) atau lembaga fatwa internasional (Mughtar, 2019). Seleksi syariah *screening* dilakukan melalui dua tahap utama, penyaringan sektor usaha dan penyaringan rasio keuangan. Tahap pertama memastikan perusahaan tidak beroperasi dalam bidang yang bertentangan dengan prinsip syariah, seperti perjudian, alkohol, dan aktivitas keuangan berbasis riba. Tahap kedua membatasi proporsi utang berbunga terhadap total aset, biasanya maksimum 45%. Proses ini mencerminkan prinsip Musyarakah, investasi didasarkan pada kemitraan berbagi risiko dan hasil, sejalan dengan tujuan falah dalam ekonomi Islam (Masykuroh, 2018).

Teori investasi syariah juga mencerminkan pendekatan *risk-sharing* dibandingkan *risk-transfer* sebagaimana lazim pada sistem keuangan konvensional. Prinsip seperti *mudharabah* dan *musyarakah* menjadi dasar dalam investasi syariah, keuntungan dibagi sesuai kesepakatan dan risiko ditanggung bersama. Oleh karena itu, pasar modal syariah mendorong hubungan keuangan yang lebih adil dan mencegah penumpukan risiko spekulatif sehingga teori ini berkontribusi pada terciptanya sistem keuangan yang stabil, inklusif, dan beretika (Dyah Pekerti & Ridwan, 2022).

## 2.2 Teori Terkait Variabel Bebas

Untuk menjelaskan pengaruh variabel bebas terhadap harga saham syariah III, penelitian ini menggunakan beberapa landasan teori yang relevan, yaitu teori

moneter, *Fisher Hypothesis*, *Keynesian liquidity preference*, *Dornbusch Overshooting Model*, *real business cycle*, *cost-push theory*, *portfolio diversification*, *speculative capital flow*, *global spillover effect*, dan *behavioral finance*. Teori tersebut memberikan kerangka konseptual mengenai bagaimana faktor makroekonomi domestik maupun global memengaruhi pergerakan harga saham syariah.

### 2.2.1 Teori Moneter

Milton Friedman berargumen bahwa inflasi adalah suatu fenomena moneter. Ia menekankan pentingnya pengendalian jumlah uang beredar sebagai variabel utama dalam mengendalikan inflasi dan stabilitas harga (Friedman, 1968). Dalam *Monetarist School*, jumlah uang beredar (M2) menjadi variabel utama yang memengaruhi keseluruhan perekonomian dari tingkat inflasi hingga harga aset finansial seperti saham (Doyin & Ikechukwu, 2013; Friedman, 1968). Secara mekanisme, menurut *Quantity Theory of Money*, persamaan  $MV = PQ$  menunjukkan bahwa kenaikan M (*money supply*) tanpa perubahan signifikan pada V (*velocity*) dan Q (*output*) akan mendorong kenaikan P (*price level*), yakni inflasi (Persons, 1911).

Dalam konteks pasar saham, inflasi moderat dari pertumbuhan M2 yang sehat dapat diartikan sebagai indikator ekspansi ekonomi mendorong likuiditas yang mengalir ke instrumen berisiko seperti saham. Keynes (1936) dalam *The General Theory of Employment, Interest, and Money* juga menyinggung bahwa ketika likuiditas meningkat, preferensi masyarakat terhadap memegang uang berkurang, sehingga dana cenderung dialokasikan pada aset keuangan yang

memberikan return lebih tinggi. Artinya, pertumbuhan M2 yang moderat dapat meningkatkan permintaan saham dan mendorong penguatan harga saham. M2 berpengaruh positif terhadap harga saham.

### 2.2.2 Fisher Hypothesis

Inflasi merupakan indikator makroekonomi utama yang memengaruhi nilai riil arus kas masa depan perusahaan. Dalam kerangka *Monetary Model of Asset Pricing and Fisher Effect*, inflasi yang tinggi menyebabkan investor menuntut *cost of equity* yang lebih besar, yang mengarah pada penurunan harga saham (Fahmy & Kandil, 2003; Geromichalos et al., 2007). Inflasi tidak sekadar menggerus daya beli, tetapi juga meningkatkan risiko investasi sehingga menekan valuasi saham syariah seperti yang tergambar pada JII (Eldomiaty et al., 2020; Indarwati & Widarjono, 2021).

Dalam kerangka *Fisher Hypothesis*, inflasi yang meningkat akan tercermin pada naiknya tingkat bunga nominal yang digunakan sebagai acuan dalam penilaian aset. Inflasi yang tinggi juga menekan profitabilitas perusahaan melalui kenaikan biaya input dan ketidakpastian harga (Fama & Schwert, 1977). Efek ganda ini, kenaikan suku bunga nominal sebagai akibat *Fisher Effect* dan pelemahan laba riil perusahaan menyebabkan harga saham semakin rentan terhadap inflasi. Inflasi tinggi mengindikasikan investor untuk lebih berhati-hati dalam menempatkan portofolionya (Sharpe, 2000). Kenaikan harga-harga membuat risiko investasi di pasar saham meningkat, sementara alternatif aset lain seperti emas atau instrumen berpendapatan tetap menjadi lebih menarik. Dengan berkurangnya permintaan saham akibat inflasi tinggi, pasar modal syariah mengalami tekanan tambahan

(Indarwati & Widarjono, 2021; Kazak et al., 2025). Sehingga inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham.

### 2.2.3 Keynesian Liquidity Preference

*Keynesian Liquidity Preference*, suku bunga ditentukan oleh interaksi keseimbangan antara penawaran dan permintaan uang (Bibow, 2005). Keynes (1936) menekankan bahwa masyarakat memegang uang bukan hanya untuk transaksi, tetapi juga untuk berjaga-jaga (*precautionary motive*) dan motif spekulasi (*speculative motive*). Teori *preference liquidity* menjelaskan fenomena *liquidity trap*, yaitu kondisi ketika suku bunga rendah sehingga permintaan uang menjadi elastis sempurna (Keynes, 1936).

Prinsip *Liquidity Preference Theory* bahwa kemungkinan pengalihan dana terjadi lebih efisien saat suku bunga tinggi, sementara penurunan suku bunga tidak selalu memicu lonjakan permintaan saham seiring kepercayaan investor yang sudah terbentuk (Bibow, 2005). Suku bunga dalam kerangka *Keynesian Liquidity Preference* menjelaskan dua mekanisme utama: pertama, sebagai instrumen moneter yang memengaruhi alokasi likuiditas antara uang dan aset saham, kedua, sebagai elemen penentu diskonto arus kas dalam valuasi saham (Keynes, 1936). Kenaikan suku bunga biasanya segera memicu perpindahan dana dari saham ke deposito karena insentif bunga meningkat. Sebaliknya, ketika suku bunga diturunkan, permintaan terhadap saham tidak selalu pulih secepatnya karena investor memerlukan waktu untuk memulihkan kepercayaan dan mengantisipasi risiko pasar (Bibow, 2005). Secara umum, suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham.

#### 2.2.4 Dornbusch Overshooting Model

*Dornbusch overshooting model* menjelaskan mekanisme perubahan kebijakan moneter, seperti peningkatan suplai uang atau pengetatan suku bunga, memicu fluktuasi nilai tukar yang bersifat sementara namun melampaui (*overshoot*) nilai keseimbangan jangka panjang (Dornbusch, 1976). Hal ini disebabkan oleh harga barang bergerak lambat (*sticky prices*), sementara pasar valuta asing bereaksi cepat terhadap perubahan kebijakan moneter, nilai tukar cenderung *overshoot* sebelum akhirnya menyesuaikan ke nilai ekuilibrium jangka panjang (Breuss, 2011).

Pelemahan atau depresiasi rupiah yang melebihi ekspektasi pasar (*overshooting*) bukan fenomena baru. Kondisi ini muncul karena investor asing merespons perubahan suku bunga global dan domestik secara berlebihan sebelum kondisi ekonomi menyesuaikan (Dornbusch, 1976; Suidarma et al., 2018). Dalam pandangan *Uncovered Interest Rate Parity* (UIRP) yang menjadi salah satu asumsi model *Dornbusch*, perbedaan suku bunga antara rupiah dan dolar AS akan tercermin dalam perubahan ekspektasi nilai tukar di masa depan (Isard, 2006). Tekanan nilai tukar yang melampaui fundamentalnya dapat mengganggu stabilitas pasar keuangan domestik (Artus, 1983). Pelemahan rupiah mendorong keluarnya investor asing, yang dapat menurunkan permintaan terhadap saham. Nilai tukar (kurs) berpengaruh negatif terhadap harga saham.

#### 2.2.5 Real Business Cycle

*Real Business Cycle* (RBC), fluktuasi *output* seperti perubahan dalam indeks produksi industri (IPI) dipicu oleh guncangan produktivitas teknologi yang

memengaruhi konsumsi dan investasi, bukan sekadar akibat ketidakseimbangan permintaan agregat (Rebelo, 2005). Robelo (2005) berpendapat bahwa dalam model RBC yang mengasumsikan agen ekonomi rasional dan pasar yang kompetitif, peningkatan produktivitas akan meningkatkan *output* dan ekspektasi laba. Pertumbuhan IPI menjadi indikator kuat bagi investor akan kinerja perusahaan, sehingga memicu kenaikan harga saham, termasuk saham syariah (Chen et al., 1986; Muarif et al., 2024).

Indeks produksi industri (IPI) mencerminkan tingkat aktivitas sektor riil. Peningkatan IPI menandakan ekspansi produksi dan potensi pertumbuhan laba perusahaan (Fama, 1990). Investor menafsirkan sinyal ini sebagai peluang kenaikan dividen dan peningkatan valuasi saham, yang mendorong permintaan terhadap saham. Pertumbuhan *output* industri memberi gambaran tentang kesehatan ekonomi yang lebih luas, yang berdampak langsung pada prospek kinerja emiten (Rebelo, 2005). Peningkatan IPI bukan hanya menjadi indikator makroekonomi, tetapi juga berfungsi sebagai informasi fundamental yang diperhatikan investor untuk menilai ekspektasi imbal hasil saham (Fama, 1990). Perkembangan IPI memberi indikasi arah positif terhadap prospek harga saham di pasar syariah. Indeks produksi industri (IPI) berpengaruh positif terhadap harga saham.

#### 2.2.6 Cost-Push Theory

Dalam pendekatan *Cost-Push Theory*, kenaikan harga minyak mentah sebagai input utama produksi menyebabkan peningkatan biaya produksi sektor riil. Menurut *Cost-Push Theory*, guncangan harga minyak berpotensi menciptakan efek domino terhadap kinerja ekonomi dan stabilitas pasar keuangan (Hamilton et al.,

1983). Lonjakan harga energi bukan hanya meningkatkan beban biaya produksi, tetapi juga mengurangi daya beli masyarakat melalui kenaikan harga barang dan jasa. Kondisi tersebut berimplikasi pada melemahnya permintaan terhadap produk perusahaan, sehingga profitabilitas korporasi tertekan dan harga saham mengalami koreksi (Lee & Zeng, 2011).

Kenaikan harga minyak sebagai bentuk *supply shock* berimplikasi pada meningkatnya ekspektasi inflasi dalam jangka menengah. Kondisi ini umumnya direspons oleh bank sentral melalui penerapan kebijakan moneter yang bersifat kontraktif, seperti penyesuaian suku bunga acuan ke arah yang lebih tinggi (Drygalla, 2023). Kebijakan tersebut berdampak pada kenaikan biaya modal (*cost of capital*), sehingga ruang bagi perusahaan untuk melakukan ekspansi investasi menjadi semakin terbatas. Konsekuensinya, prospek pasar saham cenderung tertekan karena investor menilai adanya peningkatan risiko serta pelemahan potensi pertumbuhan ekonomi di masa mendatang. Ketika harga minyak dunia naik, terutama dalam jangka panjang, perusahaan menghadapi tekanan biaya yang lebih tinggi, sehingga terjadi pergeseran kurva penawaran agregat ke kiri (Bjørnland, 1989; Ghosh et al., 2009). Harga minyak berpengaruh negatif terhadap harga saham.

#### 2.2.7 Portfolio Diversification

*Haven asset*, yaitu aset yang dicari oleh investor saat terjadi ketidakpastian ekonomi atau gejolak pasar (Baur & Lucey, 2006). Dalam konteks teori ekonomi, hubungan antara harga emas dan harga saham dijelaskan antara lain oleh *portfolio diversification theory*, *inflation hedge theory*, serta *flight-to-safety hypothesis*.

Menurut teori *diversifikasi portofolio* Markowitz (1952), emas dan saham memiliki korelasi negatif dalam situasi krisis, karena emas cenderung mempertahankan nilainya atau bahkan meningkat ketika saham mengalami tekanan. Dalam periode krisis atau gejolak pasar, harga saham cenderung mengalami penurunan akibat melemahnya kepercayaan investor, sementara harga emas justru meningkat karena permintaan terhadap aset aman meningkat (Baur & Lucey, 2006). Kondisi ini menjadikan emas sebagai instrumen *hedging* terhadap penurunan harga saham.

*Inflation Hedge Theory* memandang emas sebagai lindung nilai yang efektif terhadap inflasi. Ketika inflasi melonjak akibat depresiasi nilai tukar, lonjakan harga energi, atau ekspansi moneter investor cenderung beralih ke emas untuk menjaga daya beli kekayaan (Baur & Lucey, 2006). Di sisi lain, inflasi tinggi menaikkan *cost of capital* dan menurunkan nilai riil arus kas perusahaan, sehingga umumnya memberikan tekanan negatif terhadap harga saham (Eldomiaty et al., 2020; Lim & Brooks, 2011). *Flight-to-Safety Hypothesis* dalam kondisi ketidakpastian seperti krisis keuangan atau pandemi, investor cenderung mengalihkan dana dari aset berisiko tinggi seperti saham dan berpindah ke aset aman seperti emas, obligasi pemerintah, atau mata uang kuat (Baur & Lucey, 2006). Harga Emas berpengaruh negatif terhadap harga saham.

#### 2.2.8 Speculative Capital Flow

*Speculative Capital Flow* menyatakan bahwa aliran modal asing ke negara berkembang cenderung tidak bersifat permanen, melainkan cenderung jangka pendek, cepat masuk ketika ada peluang arbitrase keuntungan dan keluar secara tiba-tiba ketika risiko meningkat (Calvo et al., 1993; Simarmata, 2013). Ketika

kondisi makroekonomi domestik terlihat stabil, arus modal masuk dengan cepat, meningkatkan likuiditas dan mendorong harga aset, termasuk saham. Namun, sifatnya yang spekulatif membuat arus ini mudah berbalik arah ketika terjadi gejolak, baik karena ketidakpastian global, kenaikan risiko domestik, maupun perubahan kebijakan moneter di negara maju (Pagliari & Hannan, 2017).

Fenomena ini kemudian dikenal dengan istilah "*hot money*", yakni modal asing yang bergerak cepat masuk dan keluar pasar keuangan tanpa komitmen jangka panjang (Fuertes et al., 2016). Kehadiran *hot money* dapat bersifat kontradiktif di satu sisi memberikan tambahan likuiditas dan mendukung pertumbuhan harga aset, namun di sisi lain menciptakan kerentanan (*vulnerability*) akibat tingginya volatilitas. Teori ini menekankan bahwa arus modal asing yang bersifat spekulatif memiliki dampak ganda yaitu memperkuat pasar ketika masuk, tetapi melemahkan stabilitas ketika keluar. Kondisi ini menjadikan volatilitas harga saham di negara berkembang lebih tinggi daripada di negara maju, serta menuntut kebijakan moneter dan regulasi pasar modal yang mampu meredam dampak negatif *hot money* (Calvo et al., 1993). Harga Bitcoin berpengaruh negatif terhadap harga saham.

#### 2.2.9 Global Spillover Effect

*Global Spillover Effect* menjelaskan bagaimana guncangan (*shock*) yang terjadi di pasar keuangan utama dunia dapat menular (*spill over*) ke pasar keuangan negara lain (Verma & Verma, 2005). Mekanisme *Global Spillover Effect* terjadi melalui tiga jalur utama yaitu, arus modal internasional, pergerakan DJIA memengaruhi aliran dana asing ke pasar negara berkembang dan ekspektasi

makroekonomi, karena DJIA dipandang sebagai indikator kondisi ekonomi global yang berdampak pada prospek ekspor dan laba emiten, serta jalur psikologis dan perilaku investor, kenaikan atau penurunan DJIA memicu *herding behavior* sehingga sentimen global lebih dominan dibandingkan fundamental domestik (Kose et al., 2009).

Pengaruh DJIA terhadap indeks saham di negara berkembang seperti Indonesia dapat dijelaskan melalui *Global Financial Integration Theory*, yang menyatakan bahwa pasar keuangan global semakin saling terhubung karena kemajuan teknologi, deregulasi pasar modal, dan aliran modal internasional (Kose et al., 2009). Dalam kondisi ini, pergerakan indeks saham global seperti DJIA dapat langsung memengaruhi sentimen di bursa efek negara lain, termasuk pasar saham syariah (Hasanudin, 2021). Ketika DJIA mengalami kenaikan, biasanya pasar saham di negara berkembang juga terdorong naik karena meningkatnya optimisme global. Sebaliknya, ketika DJIA terkoreksi tajam, pasar saham negara lain cenderung ikut tertekan akibat *contagion effect* dan *risk-off sentiment* (Verma & Verma, 2005). Indeks Dow Jones berpengaruh negatif terhadap harga saham.

#### 2.2.10 Behavioral Finance

*Behavioral Finance*, sebagaimana dikembangkan oleh Robert J. Shiller dalam bukunya *Irrational Exuberance* (2000), menjelaskan bahwa perilaku pasar keuangan tidak semata-mata ditentukan oleh informasi rasional dan fundamental ekonomi, melainkan dipengaruhi oleh emosi, persepsi risiko, dan psikologi kolektif investor. Shiller berpendapat bahwa pasar umumnya tidak efisien karena investor terpengaruh oleh bias kognitif seperti *overconfidence*, *herd behavior*, dan *excessive*

*optimism* atau pesimisme (Shiller, 2000). Dalam konteks ini, fluktuasi harga saham bukan hanya refleksi dari nilai intrinsik aset, tetapi juga hasil dari psikologi massa yang bisa berubah drastis dalam waktu singkat.

*Behavioral Finance* juga menekankan peran market sentiment dalam membentuk harga saham. Menurut Shiller (2000), harga aset tidak hanya dipengaruhi oleh faktor fundamental, melainkan juga oleh narasi ekonomi, rumor, dan ekspektasi kolektif. Sentimen ini bisa memperbesar dampak informasi, baik positif maupun negatif, terhadap harga saham, bahkan tanpa dukungan perubahan kondisi fundamental. Teori *behavioral finance* menjelaskan bahwa investor tidak selalu bertindak logis atau rasional. investor cenderung mengalami *loss aversion* (lebih takut rugi daripada senang mendapat untung), serta melakukan *herding* (mengikuti mayoritas pasar meskipun tidak berdasar pada analisis fundamental) (Jowey et al., 2024). COVID-19 berpengaruh negatif terhadap harga saham JII.

### 2.3 Kajian Pustaka

Beberapa penelitian tentang Pengaruh Variabel Makroekonomi, Komoditas Global, dan Aset Digital terhadap Harga Saham Pada Jakarta Islamic Index (JII) telah didukung oleh beberapa penelitian, antara lain:

Inflasi merupakan variabel yang paling konsisten digunakan oleh Gunariah & Nurdiansyah (2025), Prehatin & Haryono (2024), Mufid & Rosyidah (2024), Latifatunnisa & Sudarsono (2024), Rachmawaty (2024), Agustin & Chan (2024), Syiffa & Octovian (2024), Hidayat et al. (2023), Baroroh et al. (2023) dan Muan & Susilo (2022) sama-sama menguji pengaruh inflasi terhadap indeks saham syariah. Namun hasilnya beragam, ada yang menemukan inflasi berpengaruh negatif

signifikan (Agustin & Chan, 2024; Gunariah & Nurdiansyah, 2025; Prehatin & Haryono, 2024; Rachmawaty, 2024), ada pula yang menunjukkan pengaruh positif (Baroroh et al., 2023; Hidayat et al., 2023), sementara beberapa studi menyatakan inflasi tidak signifikan (Latifatunnisa & Sudarsono, 2024; Muan & Susilo, 2022; Syiffa & Octovian, 2024). Temuan yang berbeda-beda ini mengindikasikan bahwa inflasi dapat memengaruhi indeks saham syariah secara dinamis, sehingga interpretasinya perlu mempertimbangkan kondisi makroekonomi dan horizon waktu penelitian.

Suku bunga dan nilai tukar rupiah digunakan sebagai indikator utama. Agustin & Chan (2024) menemukan suku bunga berpengaruh positif signifikan terhadap indeks saham syariah, sedangkan Syiffa & Octovian (2024) menunjukkan hasil tidak signifikan. Hasil lain ditunjukkan Baroroh et al. (2023) suku bunga berpengaruh positif signifikan terhadap indeks saham syariah. Syiffa & Octovian (2024) menemukan nilai tukar berpengaruh negatif, Indriyani et al. (2023) menemukan suku bunga berpengaruh positif, sementara Gunariah & Nurdiansyah (2025) menyatakan nilai tukar tidak signifikan. Variasi hasil ini menegaskan sensitivitas model dan periode data terhadap pengaruh nilai tukar maupun suku bunga.

Jumlah uang beredar (M2) muncul di beberapa penelitian. Mufid & Rosyidah (2024) menunjukkan M2 berpengaruh signifikan terhadap JII70, sementara Agustin & Chan (2024) mendapati M2 tidak signifikan terhadap JII. Latifatunnisa & Sudarsono (2024) menemukan M2 berpengaruh signifikan terhadap ISSI dalam jangka panjang dengan model VECM. Perbedaan hasil ini

menunjukkan adanya urgensi M2 dalam mengukur transmisi kebijakan moneter ke pasar saham syariah, walaupun sensitivitasnya berbeda antar indeks maupun periode pengamatan.

Harga minyak dan harga emas merupakan variabel eksternal yang cukup secara konsisten digunakan. Prehatin & Haryono (2024), Gunariah & Nurdiansyah (2025), Baroroh et al. (2023), dan Indriyani et al. (2023) sama-sama menguji dua komoditas global ini. Hasilnya tidak seragam: harga minyak ditemukan berpengaruh negatif signifikan (Baroroh et al., 2023), sementara harga emas berpengaruh signifikan (Gunariah & Nurdiansyah, 2025), berbeda dengan penelitian (Indriyani et al., 2023) menyatakan harga emas tidak signifikan. Dengan demikian, peran minyak dan emas sebagai variabel eksternal dalam memengaruhi indeks saham syariah masih belum konsisten.

Dari sisi indikator riil, hanya beberapa studi yang menggunakan indeks produksi industri (IPI) sebagai variabel independen. Rusydiana et al. (2022) menunjukkan bahwa IPI berpengaruh signifikan terhadap JII dalam jangka pendek dengan model ARDL. Ramli et al. (2021) menggunakan analisis ARDL dan menemukan bahwa IPI berpengaruh positif signifikan terhadap JII. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun jarang dipakai, IPI relevan sebagai proksi pertumbuhan sektor riil yang berdampak pada pasar modal syariah.

Faktor global seperti harga Bitcoin dan DJIA ditambahkan untuk menangkap integrasi pasar. Harga Bitcoin sebagai aset digital yang volatil, Studi oleh Naji Mansour Nomran et al. (2024) menganalisis pengaruh pasar mata uang kripto terhadap imbal hasil saham syariah dan konvensional. Metode yang

digunakan dalam penelitian tersebut adalah *Pooled OLS*, *Fixed Effects*, *Random Effects*, dan *Generalized Linear Model (GLM)*. Hasilnya menunjukkan adanya dampak negatif dari pasar kripto terhadap imbal hasil saham. DJIA digunakan sebagai proxy keterkaitan antara pasar saham Indonesia dengan bursa global. Selain itu, penelitian ini juga menambahkan variabel *dummy* COVID-19 untuk mengukur dampak guncangan eksogen pandemi. Penelitian ini berusaha mengisi kesenjangan tersebut dengan memasukkan variabel-variabel baru yang belum dibahas di literatur pasar modal syariah Indonesia.

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Keterangan	Metode Analisis dan Hasil Penelitian	Persamaan dan Perbedaan
1.	Gunariah & Nurdiansyah (2025), <i>Analisis of Macroeconomic Effect on Jakarta Islamic Index</i> .	Metode Analisis: Regresi data panel menggunakan Eviews 9. Hasil: Secara simultan, inflasi, harga emas, dan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham JII sebesar 93.35%. Secara parsial, inflasi dan harga emas memiliki efek signifikan, sedangkan nilai tukar tidak berpengaruh terhadap JII.	Persamaan: Menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap JII. Menggunakan variabel inflasi, harga emas, dan nilai tukar. Periode waktu yang panjang (2013-2023). Perbedaan: Penelitian sebelumnya tidak memasukkan variabel IPI, suku bunga, M2, Bitcoin, harga minyak atau variabel <i>dummy</i> COVID-19.
2.	Prehatin & Haryono (2024), <i>The Influence of Macroeconomic Variables on the Jakarta Islamic Index (JII): An Analysis from 2010 to 2023</i> .	Metode Analisis: <i>Vector Error Correction Model (VECM)</i> . Hasil Jangka Panjang: Kurs, IHSG, dan harga emas berpengaruh positif signifikan. Inflasi berpengaruh negatif signifikan. Harga emas	Persamaan: Variabel Y: Harga Saham JII. Variabel Independen: Inflasi, kurs, harga minyak, dan harga emas. Perbedaan: Menggunakan VECM, sedangkan penelitian yang diteliti menggunakan ARDL. Penelitian ini tidak

No	Keterangan	Metode Analisis dan Hasil Penelitian	Persamaan dan Perbedaan
		menunjukkan pengaruh negatif tidak signifikan. Jangka Pendek: Inflasi, kurs, IHSG, harga minyak, dan harga emas tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap JII.	memasukkan variabel IPI, suku bunga, M2, harga Bitcoin, dan variabel <i>dummy</i> COVID-19.
3.	Mufid & Rosyidah (2024), Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Harga Saham pada Jakarta Islamic Index 70.	Metode Analisis: Analisis regresi linear berganda Hasil: Inflasi, kurs, dan jumlah uang beredar berpengaruh signifikan terhadap indeks harga saham JII70. Variabel produk domestik bruto tidak berpengaruh signifikan	Persamaan: Menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap indeks saham syariah. Menggunakan variabel inflasi, kurs, dan jumlah uang beredar Perbedaan: variabel Y menggunakan JII 70, Sedangkan penelitian ini harga saham JII. Menggunakan regresi linear berganda, bukan ARDL. Menggunakan data triwulan dari tahun 2018-2022.
4.	Latifatunnisa & Sudarsono (2024), <i>Macroeconomic Variables and the Indonesian Sharia Stock Index</i> .	Metode Analisis: Analisis <i>Vector Error Correction Model (VECM)</i> Hasil: Jangka Pendek: nilai tukar, inflasi, suku bunga, harga minyak, dan jumlah uang beredar tidak berpengaruh signifikan terhadap ISSI. Jangka Panjang: nilai tukar, suku bunga, harga minyak, dan jumlah uang beredar memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI, sementara inflasi tidak signifikan.	Persamaan: Menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap indeks saham syariah. Menggunakan variabel inflasi, nilai tukar, suku bunga (BI Rate), dan jumlah uang beredar. Perbedaan: Variabel Y: ISSI vs. JII. Variabel Independen, Penelitian ini tidak memasukkan variabel IPI, harga emas, harga Bitcoin, dan variabel <i>dummy</i> COVID-19. Data dari Januari 2015 hingga Desember 2022.

No	Keterangan	Metode Analisis dan Hasil Penelitian	Persamaan dan Perbedaan
5.	Rachmawaty (2024), <i>The Impact of Macroeconomic and Monetary Policy to Indonesia Islamic Index</i> .	Metode Analisis: Analisis <i>Ordinary least square</i> menggunakan E-views 10 Hasil: JII dan ISSI hanya menunjukkan reaksi serupa terhadap perubahan inflasi. Tanggapan berbeda terhadap perubahan nilai tukar, jumlah uang beredar, dan pertumbuhan ekonomi. Dampak signifikan hanya diamati dari jumlah uang beredar terhadap ISSI dan dari efek simultan dari semua variabel terhadap ISSI.	Persamaan: Menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap indeks saham syariah. Menggunakan variabel inflasi, nilai tukar, dan jumlah uang beredar. Perbedaan: Penelitian ini menganalisis JII dan ISSI. Penelitian ini memasukkan pertumbuhan ekonomi tetapi tidak memasukkan IPI, suku bunga, harga minyak, harga emas, harga Bitcoin, atau variabel <i>dummy</i> COVID-19. Menggunakan data dari 2012 hingga 2023.
6.	Agustin & Chan (2024), <i>Exploring Diversification Opportunities Across Islamic Stocks, Bitcoin, Oil and Gold in Indonesia</i> .	Metode Analisis: Analisis <i>Vector Autoregressive (VAR)</i> . Hasil: Harga minyak berkorelasi kuat dengan indeks Syariah sebelum dan selama pandemi. Emas efektif sebagai lindung nilai pada kondisi normal, tapi tidak sebagai aset aman selama pandemi. Bitcoin berfungsi sebagai diversifikator risiko saham Syariah di masa ketidakpastian, dengan rekomendasi investasi jangka pendek karena volatilitasnya.	Persamaan: Menggunakan Variabel Y yaitu JII. Variabel Independen: Harga emas, harga minyak, harga Bitcoin. Perbedaan: Penelitian ini tidak memasukkan variabel IPI, suku bunga, nilai tukar, inflasi, M2, DJIA, atau variabel <i>dummy</i> COVID-19.
7.	Layaman et al., (2024), <i>Macroeconomic Determinants of</i>	Metode Analisis: Analisis regresi linier berganda.	Persamaan: Menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap JII. Menggunakan

No	Keterangan	Metode Analisis dan Hasil Penelitian	Persamaan dan Perbedaan
	<i>Islamic Stock Market Performance: An Analysis of Interest Rates, Inflation, Exchange Rates and Gold Prices.</i>	Hasil: inflasi dan harga emas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap JII, sedangkan nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap JII. Suku bunga berpengaruh positif signifikan terhadap JII.	variabel inflasi, nilai tukar, suku bunga, dan harga emas global Perbedaan: Menggunakan variabel independen: Penelitian ini tidak memasukkan variabel IPI, M2, harga minyak, harga Bitcoin, DJIA dan variabel <i>dummy</i> COVID-19. Data dari Januari 2017 hingga Desember 2021
8.	Sia et al., (2024), <i>Does Inflation or Interest Rate Matter to Indonesian Stock Prices? An Asymmetric Approach</i>	Metode Analisis: Analisis <i>Nonlinear Autoregressive Distributed Lag (NARDL)</i> . Hasil: Suku bunga memiliki efek asimetris baik dalam jangka pendek maupun panjang, baik perubahan positif maupun negatif suku bunga memiliki dampak negatif pada harga saham. Inflasi tidak memiliki efek asimetris. Pertumbuhan ekonomi (PDB) dan nilai tukar memiliki pengaruh positif signifikan pada harga saham.	Persamaan: Menganalisis pengaruh variabel makroekonomi (suku bunga, inflasi, kurs) terhadap harga saham di Indonesia. Perbedaan: Penelitian ini menganalisis harga saham secara umum di Indonesia, bukan secara spesifik indeks saham syariah (JII). Variabel Independen: Penelitian ini tidak memasukkan variabel IPI, M2, harga minyak, harga emas, harga Bitcoin, atau variabel <i>dummy</i> COVID-19. Data yang digunakan dari 1997:Q1 hingga 2023:Q3.
9.	Syiffa & Octovian (2024), Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, dan Suku Bunga terhadap Indeks Harga Saham Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2016-2023	Metode Analisis: Analisis regresi linier berganda Hasil: Secara parsial, inflasi dan suku bunga tidak berpengaruh signifikan, sementara nilai tukar berpengaruh negatif. Secara simultan, ketiga	Persamaan: Variabel Y: JII. Variabel Independen: inflasi, nilai tukar, suku bunga Perbedaan: Menggunakan analisis regresi linear berganda. Variabel: Penelitian ini tidak memasukkan variabel IPI, M2, harga

No	Keterangan	Metode Analisis dan Hasil Penelitian	Persamaan dan Perbedaan
		variabel berpengaruh signifikan terhadap harga saham JII. Koefisien determinasi (R-square) sebesar 88,7%.	minyak, harga emas, harga Bitcoin, atau variabel <i>dummy</i> COVID-19.
10.	Marpaung & Pangestuti (2024), <i>Macroeconomic Factors and Jakarta Stock Exchange: A Comparative Analysis Pre- and Until the COVID-19 Pandemic</i> .	Metode Analisis: Analisis <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM). Hasil: Analisis kausalitas menunjukkan adanya variasi pengaruh suku bunga, inflasi, nilai tukar, dan harga minyak dunia terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebelum dan sesudah pandemi COVID-19. Krisis global (pandemi) secara signifikan mengubah dinamika dan hubungan kausalitas antara faktor makroekonomi dan pasar saham.	Persamaan: Menganalisis pengaruh variabel makroekonomi (inflasi, kurs, suku bunga) dan harga minyak global terhadap indeks saham di Indonesia. Perbedaan: Penelitian ini menganalisis volatilitas Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), sedangkan penelitian berfokus pada harga saham Jakarta Islamic Index (JII). Penelitian ini tidak memasukkan variabel IPI, M2, harga emas, harga Bitcoin.
11.	Mansour Nomran et al (2024), <i>The Impact of the Cryptocurrency Market on Islamic vs. Conventional Stock Returns: Evidence from Gulf Cooperation Council Countries</i> .	Metode Analisis: Analisis metode <i>Pooled OLS, Fixed Effects, Random Effects</i> , dan <i>Generalized Linear Models (GLMs)</i> . Hasil: Pasar mata uang kripto memiliki dampak negatif terhadap imbal hasil saham syariah dan konvensional. Dampak negatif lebih kuat pada saham konvensional.	Persamaan: Menganalisis pengaruh pasar aset (kripto) terhadap indeks saham syariah dan dampaknya terhadap aset alternatif. Perbedaan: Menganalisis indeks saham syariah dan konvensional di negara GCC. Fokus pada pasar mata uang kripto, bukan variabel makroekonomi domestik dan global yang lebih luas. Studi dilakukan di negara-negara GCC, bukan Indonesia.

No	Keterangan	Metode Analisis dan Hasil Penelitian	Persamaan dan Perbedaan
12.	Baroroh et al (2023), <i>Oil Price Volatility And Macroeconomics, Does It Affect The Performance Of Islamic Stocks In The Jakarta Islamic Index?</i> .	Metode Analisis: Analisis metode <i>Autoregressive Distributed Lag (ARDL)</i> . Hasil: Harga minyak dan nilai tukar memiliki efek negatif signifikan. Suku bunga dan inflasi memiliki efek positif signifikan.	Persamaan: Variabel Y: JII. Menggunakan metode ARDL. Menggunakan variabel independen inflasi, nilai tukar, harga minyak, dan suku bunga Perbedaan: Penelitian ini tidak memasukkan variabel IPI, M2, harga emas, DJIA, dan harga Bitcoin, atau variabel <i>dummy</i> COVID-19.
13.	Indriyani et al (2023), <i>The Jakarta Islamic Index (JII) Stock Price in Terms of Oil, Gold, and Exchange Rates</i> .	Metode Analisis: Data panel dengan analisis regresi linear berganda Hasil: Variabel harga minyak dan emas tidak berpengaruh terhadap harga saham JII. Variabel nilai tukar berpengaruh positif terhadap harga saham JII. Secara simultan, ketiga variabel tersebut mempengaruhi harga saham JII sebesar 79,1%, sedangkan 20,9% dipengaruhi oleh faktor lain.	Persamaan: Variabel Y: Harga saham JII. Variabel Independen: nilai tukar, harga minyak, dan harga emas. Perbedaan: Penelitian ini tidak menambahkan variabel IPI, M2, inflasi, suku bunga, DJIA, dan harga Bitcoin, atau variabel <i>dummy</i> COVID-19.
14.	Hidayat et al (2023), Analisis Pengaruh Makro Ekonomi Terhadap Indeks Harga Saham Syariah Indonesia.	Metode Analisis: Analisis regresi linear berganda. Hasil: Inflasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap indeks harga saham syariah. Sementara itu, nilai tukar rupiah memiliki pengaruh negatif dan signifikan.	Persamaan: Variabel Independen: Inflasi dan nilai tukar. Sama-sama menganalisis indeks saham syariah di Indonesia. Perbedaan: Variabel Y: ISSI. Periode yang lebih pendek (2018-2022).
15.	Rusydiana et al (2022), <i>Macroeconomic</i>	Metode Analisis: Metode <i>Autoregressive</i>	Persamaan: Variabel Y: JII. Menggunakan metode ARDL.

No	Keterangan	Metode Analisis dan Hasil Penelitian	Persamaan dan Perbedaan
	<i>Variables, Global Stock, and Financial Sector Stock Indices in Indonesia.</i>	<i>Distributed Lag (ARDL).</i> Hasil: Jangka Pendek: Variabel nilai tukar, IPI, dan indeks sektoral keuangan SET Thailand berpengaruh signifikan terhadap indeks JII. Variabel jumlah uang beredar, indeks sektoral keuangan KL Malaysia, indeks sektoral keuangan SET Thailand, dan indeks saham S&P 500 AS berpengaruh signifikan terhadap indeks sektoral keuangan IDX. Jangka Panjang: Variabel indeks sektoral keuangan SET Thailand berpengaruh signifikan terhadap JII. Variabel jumlah uang beredar dan Indeks Produksi Industri (IPI) berpengaruh signifikan terhadap indeks sektoral keuangan IDX.	Menggunakan variabel independen inflasi, nilai tukar, dan IPI. Perbedaan: Variabel Dependen: Penelitian ini menganalisis indeks sektoral keuangan IDX. Variabel Independen: Penelitian ini memasukkan variabel harga minyak kelapa sawit dan indeks sektoral keuangan dari Malaysia, Thailand, dan AS. Sedangkan penelitian menambahkan variabel suku bunga, harga emas, harga Bitcoin, dan variabel <i>dummy</i> COVID-19.
16.	Muan & Susilo (2022), Pengaruh Makroekonomi Terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Mei 2015 - Mei 2021.	Metode Analisis: Analisis regresi linear berganda. Hasil: Variabel nilai tukar, suku bunga, inflasi, dan harga minyak secara simultan memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI. Secara parsial, hanya variabel inflasi yang tidak memiliki pengaruh, sedangkan Kurs, Suku Bunga, dan Harga Minyak Dunia	Persamaan: Variabel Independen: nilai tukar, suku bunga, inflasi, dan harga minyak. Sama-sama menganalisis indeks saham syariah di Indonesia. Perbedaan: Variabel Y: ISSI. Periode yang lebih pendek mei 2015-mei 2021.

No	Keterangan	Metode Analisis dan Hasil Penelitian	Persamaan dan Perbedaan
		memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI.	
17.	Ramli et al (2021), <i>The Analysis Effect of Macroeconomic Variables on Shariah and Conventional Market Share at Indonesia.</i>	Metode Analisis: Metode <i>Autoregressive Distributed Lag (ARDL)</i> dan <i>Vector Error Correction Model (VECM)</i> . Hasil: Jangka Panjang: pasar konvensional (IHSG), IPI dan volume ekspor berpengaruh positif, sementara suku bunga berpengaruh negatif. pasar syariah (JII), IPI berpengaruh positif, sementara tingkat pengangguran berpengaruh negatif. Jangka Pendek: pasar konvensional, hanya suku bunga yang tidak berpengaruh. Pasar syariah, Semua variabel berpengaruh. Kausalitas: Hanya ada hubungan satu arah, misalnya dari IPI dan nilai tukar ke JCI (Indeks Harga Saham Gabungan).	Persamaan: Variabel Y: JII. Variabel Independen: Menggunakan variabel makroekonomi (IPI, nilai tukar, suku bunga). Menggunakan metode ARDL. Perbedaan: Variabel Independen: Penelitian ini tidak memasukkan variabel inflasi, M2, harga minyak, harga emas, harga Bitcoin, DJIA, dan variabel <i>dummy</i> COVID-19.
18.	Indarwati & Widarjono (2021), <i>The Determinant of Indonesian Stock Returns' Volatility: Evidence from Islamic and Conventional Stock Market.</i>	Metode Analisis: Analisis metode <i>Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH)</i> dan ARDL. Hasil: Ada hubungan jangka panjang antara volatilitas pasar saham dan variabel makroekonomi.	Persamaan: Menggunakan model ARDL. Menganalisis JII. Menggunakan variabel independen inflasi, M2, dan nilai tukar. Perbedaan: Variabel Dependen: Fokus pada volatilitas imbal hasil saham, bukan harga saham/indeks itu sendiri.

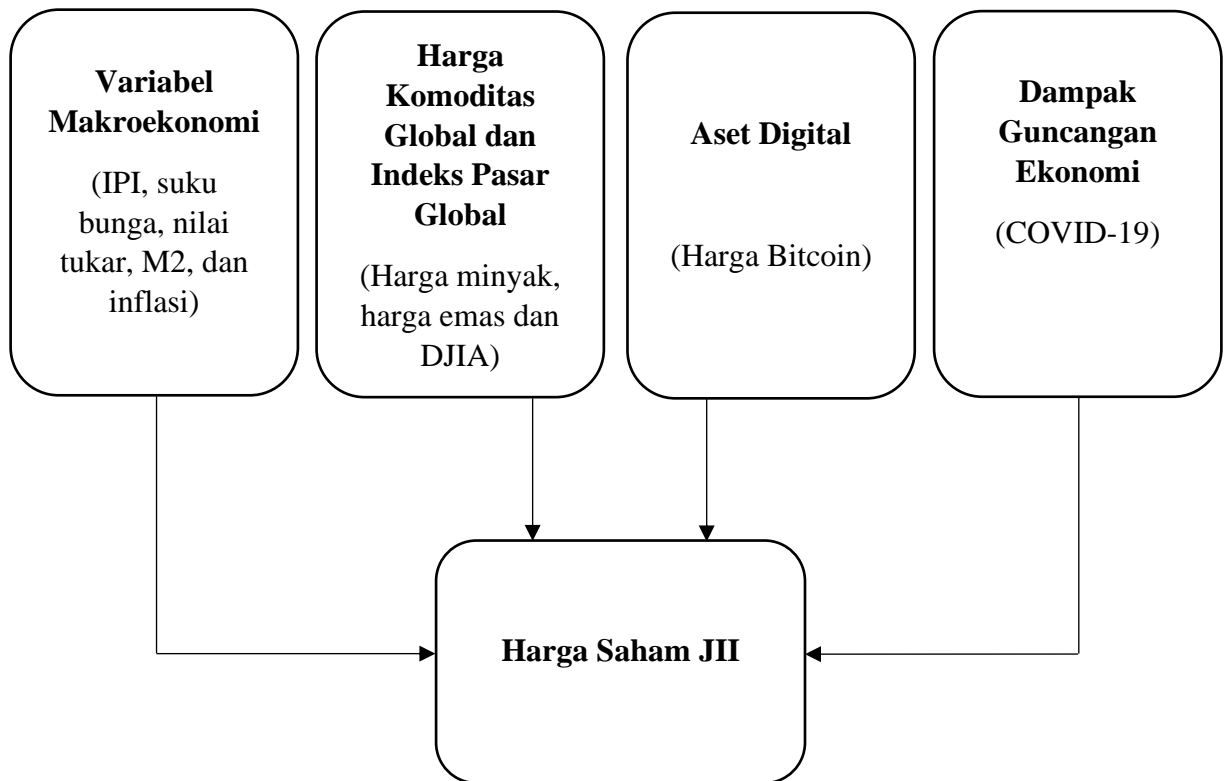
No	Keterangan	Metode Analisis dan Hasil Penelitian	Persamaan dan Perbedaan
		Peningkatan jumlah uang beredar mengurangi volatilitas, sementara inflasi dan depresiasi Rupiah meningkatkannya. Volatilitas pasar saham syariah lebih responsif terhadap perubahan makroekonomi.	Penelitian ini tidak memasukkan variabel IPI, suku bunga, harga minyak, harga emas, harga Bitcoin, DJIA, dan variabel <i>dummy</i> COVID-19.
19.	Robiyanto et al (2021), <i>Identifying the Role of Gold on Sustainable Investment in Indonesia: The DCC-GARCH Approach</i>	Metode Analisis: Analisis metode DCC-GARCH ( <i>Dynamic Conditional Correlation - Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity</i> ) dan <i>OLS Regression</i> . Hasil: Emas terbukti sebagai <i>safe haven</i> yang lemah untuk investasi berkelanjutan di Indonesia. Emas dapat dimasukkan dalam portofolio investasi untuk mengurangi risiko secara signifikan.	Persamaan: Variabel Y: JII. Menggunakan variabel independen harga emas. Perbedaan: Variabel Dependen: Penelitian ini juga menganalisis Indeks SRI-KEHATI. Fokus utama penelitian ini adalah pada fungsi emas sebagai aset <i>safe haven</i> dan <i>hedging</i> , bukan pada pengaruh makroekonomi secara luas.
20.	Sanusi et al (2020), <i>Impact of Macroeconomic Variable and Global Indices on Islamic Stock Index: The Case Indonesia</i> .	Metode Analisis: Analisis <i>Vector Error Correction Model (VECM)</i> . Hasil: Jangka Pendek: Semua variabel tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan. Jangka Panjang: Suku bunga berpengaruh negatif, sementara nilai tukar dan Indeks Standard & Poor's 500 berpengaruh positif terhadap indeks saham syariah. Indeks	Persamaan: Variabel Independen: suku bunga dan nilai tukar. Sama-sama menganalisis indeks saham syariah di Indonesia. Perbedaan: Variabel Y: ISSI. Variabel Independen: Penelitian ini menggunakan indeks global, sedangkan penelitian menggunakan IPI, M2, inflasi, harga minyak, harga emas, harga Bitcoin, dan

No	Keterangan	Metode Analisis dan Hasil Penelitian	Persamaan dan Perbedaan
		Shanghai Stock Exchange berpengaruh negatif, sedangkan Indeks Nikkei 225 tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.	variabel <i>dummy</i> COVID-19. Periode yang lebih pendek Mei 2011 – Juli 2019.

Penelitian sebelumnya sudah mengkaji pengaruh variabel makroekonomi terhadap indeks saham syariah, tetapi belum menggunakan DJIA, harga Bitcoin, variabel *dummy* COVID-19. Dalam tesis ini, keempat variabel tersebut ditambahkan untuk memperluas cakupan analisis. DJIA mewakili pengaruh pasar global, harga Bitcoin mencerminkan dinamika aset digital yang semakin relevan, sedangkan variabel *dummy* COVID-19 digunakan untuk menangkap dampak shock pandemi terhadap pasar saham syariah. Dengan memasukkan variabel-variabel baru ini, penelitian diharapkan dapat memberikan analisis yang lebih komprehensif mengenai faktor-faktor yang memengaruhi pergerakan harga saham Jakarta Islamic Index (JII).

#### 2.4 Kerangka Pikiran

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini disusun untuk memberikan landasan konseptual yang jelas mengenai hubungan antara variabel-variabel makroekonomi dan kinerja indeks saham syariah, khususnya Jakarta Islamic Index (JII) melalui gambar di bawah ini:



Gambar 2. 1 Kerangka Pikiran

Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, dapat dirumuskan bahwa harga saham JII dipengaruhi oleh variabel makroekonomi (indeks produksi industri, suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar, inflasi), harga komoditas global (harga minyak dan harga emas), indeks pasar internasional (DJIA), aset digital (harga Bitcoin), serta dampak guncangan ekonomi (COVID-19). Setiap variabel diperkirakan memiliki pengaruh yang berbeda, baik positif maupun negatif, sehingga penelitian ini dilakukan untuk menguji secara empiris hubungan jangka pendek dan jangka panjang dengan menggunakan model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL).

## 2.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, sehingga hipotesis penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

H1: Diduga indeks produksi industri berpengaruh positif terhadap harga saham JII.

H2: Diduga suku bunga berpengaruh negatif terhadap harga saham JII.

H3: Diduga nilai tukar berpengaruh negatif terhadap harga saham JII.

H4: Diduga jumlah uang beredar (M2) berpengaruh positif terhadap harga saham JII.

H5: Diduga inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham JII.

H6: Diduga harga minyak berpengaruh negatif terhadap harga saham JII.

H7: Diduga harga emas berpengaruh negatif terhadap harga saham JII.

H8: Diduga indeks Dow Jones (DJIA) berpengaruh negatif terhadap harga saham JII.

H9: Diduga COVID-19 berpengaruh negatif terhadap harga saham JII.

H10: Diduga harga Bitcoin berpengaruh negatif terhadap harga saham JII.

H11: Diduga indeks produksi industri (IPI), suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar (M2), inflasi, harga minyak, harga emas, harga Bitcoin, indeks Dow Jones (DJIA) serta COVID-19 secara simultan berpengaruh terhadap harga saham JII.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### 3.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh data Jakarta Islamic Index (JII) yang merepresentasikan kinerja saham syariah di Indonesia. Pendekatan yang digunakan adalah pendekatan kuantitatif *time series* (deret waktu). Sampel penelitian berupa data bulanan JII mulai Oktober 2014 hingga Desember 2024, sehingga menghasilkan 123 observasi. Periode 2014-2024 (N=123) dipilih untuk mencakup seluruh siklus aset digital dan pandemi COVID-19, guna menjamin akurasi model ARDL serta daya generalisasi hasil penelitian yang lebih tinggi. Pemilihan data bulanan dilakukan untuk menjaga kestabilan data sekaligus tetap mampu menangkap dinamika pasar (Gujarati & Porter, 2009). Rentang waktu yang panjang, sampel ini dinilai cukup untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang variabel makroekonomi terhadap harga saham syariah menggunakan metode *time series* ARDL (Pesaran et al., 2001).

#### 3.2 Data dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder berbentuk *time series* bulanan dari Januari 2014 hingga Desember 2024. Sumber data diperoleh dari:

Tabel 3. 1 Data dan Sumber Data

Jenis Data	Sumber Data	Satuan	Frekuensi
Harga Saham Jakarta Islamic Index (JII)	Bursa Efek Indonesia (IDX) (link)	Indeks	bulanan

Indeks produksi industri (IPI)	Bank Indonesia (link)	Indeks	Bulanan
Inflasi	Bank Indonesia (link)	Persen(%)	Bulanan
Suku bunga (BI Rate)	Bank Indonesia (link)	Persen (%)	Bulanan
Jumlah uang beredar (M2)	Bank Indonesia (link)	Miliar Rupiah	Bulanan
Nilai tukar (Kurs IDR/USD)	Bank Indonesia (link)	Rupiah/USD	Bulanan
Harga minyak dunia	Yahoo Finance (link)	USD per barel	Bulanan
Harga emas dunia	Yahoo Finance (link)	USD per troy ounce	Bulanan
Indeks Dow Jones (DJIA)	Yahoo Finance (link)	Indeks	Bulanan
Harga Bitcoin (BTC/USD)	Yahoo Finance (link)	USD	Bulanan
Dummy COVID-19	World Health Organization (WHO)	0 atau 1	Bulanan

### 3.3 Definisi Operasioanal dan Pengukuran Variabel Penelitian

#### 3.3.1 Variabel Dependen

Dalam penelitian ini, variabel dependen yang digunakan adalah harga saham syariah JII. Harga saham JII adalah nilai yang mencerminkan pergerakan harga saham-saham syariah yang terdaftar dalam indeks JII. Indeks ini mencerminkan kinerja dari 30 saham syariah paling likuid di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang memenuhi kriteria seleksi berbasis prinsip-prinsip syariah Islam. Nilai ini diperoleh dengan membandingkan total kapitalisasi pasar dari seluruh saham yang termasuk dalam indeks pada harga terakhir hari dengan kapitalisasi pasar pada hari dasar.

### 3.3.2 Variabel Independen

Variabel independen, atau dikenal sebagai variabel bebas, yaitu variabel yang didefinisikan sebagai faktor penyebab yang memengaruhi atau mengubah variabel dependen. Pemilihan variabel didasarkan pada teori ekonomi makro serta hasil penelitian terdahulu yang menunjukkan adanya keterkaitan antara kondisi ekonomi dan pergerakan harga saham. Dalam penelitian ini variabel independen terdiri dari indeks produksi industri (IPI), suku bunga, nilai tukar, jumlah uang beredar (M2), inflasi, harga minyak, harga emas, harga Bitcoin dan indeks Dow Jones (DJIA) serta variabel *dummy* berupa COVID-19.

- a. Indeks produksi industri (IPI) digunakan sebagai proksi pertumbuhan sektor riil. IPI mengukur tingkat perubahan *output* fisik dari sektor industri pengolahan di suatu negara dalam periode tertentu. IPI diukur sebagai angka indeks, dengan periode dasar tahun 2000.
- b. Suku bunga adalah biaya pinjaman atau imbalan dari tabungan. Suku bunga adalah kebijakan yang ditetapkan Bank Indonesia (BI Rate). Tingkat suku bunga Diukur dalam persentase (%) per tahun. Data suku bunga harian atau bulanan dapat diperoleh dari situs web resmi Bank Indonesia.
- c. Nilai tukar adalah harga satu mata uang dalam mata uang lain. Variabel ini menggunakan nilai tukar USD terhadap Rupiah (USD/IDR), yang mencerminkan kekuatan ekonomi domestik terhadap mata uang asing. Diukur sebagai jumlah Rupiah per satu Dolar AS (\$/Rp).
- d. Jumlah uang beredar (M2) adalah ukuran agregat uang yang mencakup uang kartal (uang tunai di luar bank), uang giral (giro), dan uang kuasi (tabungan dan

deposito). Jumlah Uang Beredar diukur dalam miliar atau triliun Rupiah. Data M2 bulanan dapat diperoleh dari laporan statistik ekonomi dan keuangan yang dirilis oleh Bank Indonesia.

- e. Inflasi adalah kenaikan harga barang dan jasa secara umum serta berkelanjutan. Inflasi diukur menggunakan indeks harga konsumen (IHK). Diukur dalam persentase (%) per bulan atau tahun. Data inflasi bulanan dapat diperoleh dari Bank Indonesia atau Badan Pusat Statistik.
- f. Harga minyak dunia (*Crude Oil Price*) adalah harga komoditas minyak mentah di pasar global. Variabel ini menggunakan harga minyak mentah *Brent Crude* atau WTI sebagai acuan. Harga minyak dunia Diukur dalam Dolar AS per barel (\$/barel). Data harga minyak harian dapat diperoleh dari bursa komoditas global seperti NYMEX atau penyedia data keuangan seperti Yahoo Finance.
- g. Harga emas dunia (*Gold Price*) adalah nilai komoditas emas di pasar global. Emas dianggap sebagai aset lindung nilai (*safe haven*) saat ketidakpastian ekonomi memburuk. Harga Emas global diukur dalam Dolar AS per *troy ounce* (\$/troy ounce). Data harga emas dapat diperoleh dari penyedia data keuangan seperti Yahoo Finance.
- h. Harga Bitcoin (*BTC Price*) adalah nilai mata uang kripto terbesar berdasarkan kapitalisasi pasar. Harga Bitcoin diukur dalam Dolar AS per Bitcoin (\$/Bitcoin). Data harga Bitcoin harian dapat diperoleh dari bursa kripto besar seperti Yahoo Finance.
- i. Indeks Dow Jones (DJIA) adalah rata-rata harga saham dari 30 perusahaan besar dan *blue-chip* di Amerika Serikat. DJIA diukur dalam angka indeks. Data

harga penutupan harian DJIA dapat diperoleh dari bursa saham global seperti NASDAQ atau penyedia data keuangan seperti Yahoo Finance.

- j. Variabel dummy COVID-19 ini digunakan untuk menangkap dampak pandemi COVID-19 terhadap pergerakan harga saham JII. Variabel ini diukur dalam bentuk biner (0 atau 1). Nilai 1: Jika data berada dalam periode pandemi (misalnya, dari Maret 2020 hingga Mei 2023). Nilai 0: Jika data berada dalam periode sebelum pandemi (misalnya, sebelum Maret 2020 dan setelah Mei 2023).

### 3.4 Metode Analisis Data

Metode analisis dalam penelitian ini menggunakan model *Autoregressive Distributed Lag (ARDL)* dipilih karena kemampuannya dalam mengakomodasi variabel dengan derajat integrasi campuran  $I(0)$  dan  $I(1)$ , serta kemampuannya mengestimasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang secara simultan melalui mekanisme *Error Correction Model (ECM)*. Selain itu, ARDL mampu menghasilkan estimasi yang konsisten dan tidak bias dengan memitigasi masalah endogenitas, sehingga tepat digunakan untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi yang kompleks terhadap indeks harga saham syariah (JII).

#### 3.4.1 Uji Stasioneritas Data

Langkah awal adalah menguji tingkat integrasi masing-masing variabel menggunakan uji stasioneritas seperti *Augmented Dickey-Fuller (ADF)* atau *Phillips-Perron (PP)*. Tujuannya untuk memastikan bahwa tidak ada variabel yang bersifat  $I(2)$ , karena hal ini akan melanggar asumsi dasar metode ARDL (Widarjono, 2023).

### 3.4.2 Uji Penentuan Lag Optimal

Setelah data dinyatakan stasioner, tahap selanjutnya dalam analisis adalah penentuan *lag optimal*. Penentuan *lag optimal* dilakukan menggunakan *Akaike Information Criterion (AIC)* atau *Schwarz Bayesian Criterion (SBC)*. *Lag optimal* penting untuk menangkap dinamika antar variabel dan mencegah model *underfitting* atau *overfitting* (Pesaran et al., 2001).

### 3.4.3 Uji Kointegrasi dengan Pendekatan Bound Test

Pengujian hubungan jangka panjang antar variabel dilakukan melalui bounds testing. Hasil estimasi model ARDL menghasilkan nilai F-statistic, yang dibandingkan dengan batas bawah dan atas (*lower bound* dan *upper bound*) pada tabel kritis (Pesaran et al., 2001).

- Jika  $F > \text{upper bound}$  → terdapat kointegrasi
- Jika  $F < \text{lower bound}$  → tidak terdapat kointegrasi
- Jika  $F$  berada di antara → hasil tidak konklusif

### 3.4.4 Estimasi Model ARDL

Dengan *lag optimal*, dilakukan estimasi model ARDL. Model ini memadukan unsur *autoregresif* (lag dari variabel dependen) dan lag dari variabel independen. Model ini mengidentifikasi efek jangka pendek antar variabel dan sebagai dasar pengujian kointegrasi. Model ARDL mempermudah estimasi hubungan dinamis tanpa perlu mentransformasi semua variabel ke bentuk difference, selama tidak ada  $I(2)$  (Widarjono, 2023).

Model *Autoregressive Distributed Lag (ARDL)* merupakan metode ekonometrika yang digunakan untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan

jangka panjang antara satu variabel dependen dan satu atau lebih variabel independen dalam kerangka data runtun waktu (*time series*). Metode ARDL fleksibel karena variabel dalam model berada pada tingkat integrasi yang berbeda, yaitu campuran antara I(0) dan I(1), selama tidak ada variabel yang terintegrasi pada I(2) (Pesaran et al., 2001).

Persamaan model ARDL untuk persamaan tersebut dapat ditulis sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 JII_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i JII_{t-i} + \sum_{j=0}^{q1} \beta_{1j} IPI_{t-j} + \sum_{k=0}^{q2} \beta_{2k} SB_{t-k} + \\
 & \sum_{l=0}^{q3} \beta_{3l} KURS_{t-l} + \sum_{m=0}^{q4} \beta_{4m} M2_{t-m} + \sum_{n=0}^{q5} \beta_{5n} INF_{t-n} + \sum_{o=0}^{q6} \beta_{6o} OIL_{t-o} + \\
 & \sum_{p=0}^{q7} \beta_{7p} GOLD_{t-p} + \sum_{q=0}^{q8} \beta_{8q} DJIA_{t-q} + \sum_{r=0}^{q9} \beta_{9r} BTC_{t-r} + \\
 & \beta_{10} DUMMY_{COVID19} + \epsilon_t
 \end{aligned}$$

Keterangan:

- $Y_t$  : Variabel dependen (Harga Saham JII)
- $X_{kt}$  : Variabel independen ke-k
- $p$  : lag dari variabel dependen
- $q_k$  : lag dari variabel independen ke-k
- $\epsilon_t$  : *error term*

### 3.4.5 Estimasi Model Jangka Panjang dan Error Correction Model (ECM)

Jika terbukti terdapat hubungan jangka panjang, langkah berikutnya adalah mengestimasi model jangka panjang dan membentuk *Error Correction Model (ECM)*. ECM digunakan untuk menganalisis bagaimana penyimpangan dari keseimbangan jangka panjang disesuaikan dalam jangka pendek. Koefisien dari *Error Correction Term (ECT)* harus negatif dan signifikan secara statistik, yang menandakan bahwa terdapat mekanisme penyesuaian menuju keseimbangan (Widarjono, 2023).

Untuk menangkap hubungan jangka pendek dan jangka panjang, model ARDL dikonversi ke dalam bentuk ECM sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \Delta JII_t = & \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta JII_{t-i} + \sum_{j=0}^{q1} \beta_{2j} \Delta IPI_{t-j} + \sum_{k=0}^{q2} \beta_{2k} \Delta SB_{t-k} + \\ & \sum_{l=0}^{q3} \beta_{3l} \Delta KURS_{t-l} + \sum_{m=0}^{q4} \beta_{4m} \Delta M2_{t-m} + \sum_{n=0}^{q5} \beta_{5n} \Delta INF_{t-n} + \\ & \sum_{o=0}^{q6} \beta_{6o} \Delta OIL_{t-o} + \sum_{p=0}^{q7} \beta_{7p} \Delta GOLD_{t-p} + \sum_{q=0}^{q8} \beta_{8q} \Delta DJIA_{t-q} + \\ & \sum_{r=0}^{q9} \beta_{9r} \Delta BTC_{t-r} + \beta_{10} DUMMY_{COVID19} + \phi ECT_{t-1} \end{aligned}$$

Dimana:

- $\Delta$  : operator diferensiasi
- $ECT_{t-1}$  : error correction term dari hubungan jangka panjang
- $\phi$  : koefisien kecepatan penyesuaian (harus bernilai negatif dan signifikan agar ada konvergensi ke keseimbangan jangka panjang)

#### 3.4.6 Uji Diagnostik dan Stabilitas Model

Setelah model ARDL dan *Error Correction Model (ECM)* diestimasi, tahap selanjutnya adalah melakukan serangkaian uji diagnostik dan stabilitas untuk memastikan bahwa model memenuhi asumsi-asumsi klasik dan dapat diandalkan untuk keperluan inferensia dan prediksi. Tanpa validasi melalui uji diagnostik, interpretasi terhadap hasil estimasi dapat menyesatkan (Gujarati & Porter, 2009).

##### a. Uji Normalitas

Uji ini digunakan untuk menguji apakah *distribusi error* (residual) dalam model mengikuti distribusi normal. Hasil yang menunjukkan nilai probabilitas > 0,05 mengindikasikan bahwa residual berdistribusi normal.

##### b. Uji Autokorelasi

Autokorelasi mengindikasikan terjadinya korelasi serial antar residual pada suatu periode dengan periode sebelumnya. Dalam model time series seperti ARDL,

autokorelasi dapat mengganggu efisiensi estimasi parameter. *Breusch-Godfrey LM Test* digunakan karena lebih fleksibel dibandingkan uji *Durbin-Watson*, terutama pada model dengan lag, Jika nilai probabilitas  $> 0,05$  tidak terdapat autokorelasi (Gujarati & Porter, 2009).

c. Uji Heteroskedastisitas

Uji ini bertujuan untuk menguji apakah varians residual model bersifat homogen atau heteroskedastis. Jika varians residual berubah-ubah (heteroskedastik), akan menyebabkan estimasi yang tidak efisien. *Uji White* dan ARCH digunakan karena sesuai untuk data time series dan tidak bergantung pada asumsi normalitas. Nilai probabilitas  $> 0,05$  menunjukkan bahwa tidak ada masalah heteroskedastisitas (homoskedastik) (Gujarati & Porter, 2009).

d. Uji Stabilitas Model

Uji ini penting untuk memastikan bahwa parameter model tetap stabil sepanjang periode pengamatan. CUSUM ( $p$ ) mendeteksi perubahan dalam rata-rata residual kumulatif. CUSUM of Squares mendeteksi perubahan dalam varians residual. Jika grafik CUSUM dan CUSUMSQ berada dalam batas kritis (*confidence bounds*), model dinyatakan stabil (Gujarati & Porter, 2009).

## BAB IV DATA DAN PEMBAHASAN

Bab ini menyajikan hasil analisis data menggunakan metode *Autoregressive Distributed Lag (ARDL)*. Tahapan dimulai dari deskripsi statistik, uji stasioneritas, dan penentuan *lag* optimal. Selanjutnya dilakukan uji kointegrasi (*Bound Test*) serta estimasi jangka panjang dan jangka pendek. Bab ini ditutup dengan pembahasan temuan yang dikaitkan dengan teori ekonomi dan penelitian terdahulu.

### 4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Bagian ini menyajikan ringkasan statistik deskriptif data melalui ukuran rata-rata (*mean*), nilai maksimum, minimum, serta standar deviasi, data ini memberikan gambaran umum mengenai distribusi dan pemusatan data. Pendekatan ini tidak hanya bertujuan untuk mendeskripsikan data secara numerik, tetapi juga untuk menggali perbedaan karakteristik perilaku data antara instrumen pasar modal syariah (JII) dan aset digital (Bitcoin). Dengan membandingkan tingkat volatilitas pada variabel dependen dan independen, analisis ini mengidentifikasi awal mengenai risiko dan fluktuasi ekstrem yang terjadi selama satu dekade terakhir, termasuk respon instrumen tersebut terhadap dinamika ekonomi global.

Tabel 4. 1 Hasil Analisis Deskriptif

Variabel	Mean	Max	Min	Std. Dev.
JII (Y)	6,429	6,668	6,166	0,126
IPI (X1)	141,407	168,32	104,02	12,125
SB (X2)	5,810	9,250	2,970	1,614
KURS (X3)	9,565	9,703	9,399	0,065
M2 (X4)	15,643	16,039	15,207	0,247
INF (X5)	3,449	8,360	1,320	1,556
OIL (X6)	4,090	4,748	2,946	0,306
GOLD (X7)	7,340	7,918	6,970	0,237
DJIA (X8)	10,182	10,712	9,698	0,275
BTC (X9)	8,805	11,476	5,380	1,831

Sumber: data diolah

Hasil analisis statistik deskriptif pada Tabel 4.1 menunjukkan bahwa selama periode 2014-2024, instrumen pasar modal syariah yang direpresentasikan oleh JII (Y) memiliki kondisi yang relatif stabil dengan nilai rata-rata (*mean*) sebesar 6,429 dan tingkat risiko fluktuasi yang rendah, tecermin dari standar deviasi sebesar 0,126. Kondisi positif ini didukung oleh kinerja sektor riil melalui IPI (X1) yang mencatat rata-rata 141,407 dengan tren produksi yang semakin terukur. Di sisi stabilitas ekonomi makro, Inflasi (X5) dan Suku Bunga (X2) menunjukkan performa yang terkendali dengan masing-masing rata-rata sebesar 3,449 dan 5,810. Rendahnya standar deviasi pada variabel KURS (X3) sebesar 0,065 dan M2 (X4) sebesar 0,247 mempertegas bahwa otoritas moneter mampu menjaga stabilitas nilai tukar serta likuiditas domestik secara efektif selama satu dekade terakhir.

Sementara itu, pada lingkup pasar global dan komoditas, DJIA (X8) menunjukkan pertumbuhan yang konsisten dengan rata-rata 10,182 dan volatilitas yang minim. Harga emas, GOLD (X7) terbukti lebih stabil dibandingkan OIL (X6), terlihat dari standar deviasi emas yang hanya sebesar 0,237. Namun, fenomena paling kontras terlihat pada variabel Bitcoin (X9) yang mencatatkan standar deviasi tertinggi di antara seluruh variabel penelitian, yaitu sebesar 1,831. Rentang yang lebar antara nilai minimum 5,380 dan maksimum 11,476 mengonfirmasi bahwa Bitcoin merupakan aset dengan risiko volatilitas ekstrem, jauh melampaui instrumen pasar modal syariah maupun variabel makroekonomi lainnya. Adapun variabel *dummy* COVID-19 tidak diinterpretasikan secara kuantitatif dalam bagian

ini karena sifat datanya yang kategorikal, namun kehadirannya secara kualitatif mendasari adanya guncangan pada beberapa titik ekstrem data di atas.

#### 4.2 Hasil Estimasi dan Analisis ARDL

Bagian ini menyajikan hasil estimasi empiris melalui model *Autoregressive Distributed Lag (ARDL)* guna menganalisis pengaruh variabel makroekonomi instrumen pasar global, dan aset digital terhadap pergerakan Jakarta Islamic Index (JII) pada periode pengamatan 2014-2024. Pemilihan model ARDL didasarkan pada kemampuannya untuk mengestimasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang secara simultan, meskipun terdapat perbedaan derajat integrasi pada variabel-variabel penelitian.

##### 4.2.1 Uji Stasioneritas (Unit Root Test)

Langkah pertama dalam analisis ARDL melibatkan verifikasi stasioneritas data melalui *uji unit root*. Prosedur ini esensial untuk mencegah regresi lancung (*spurious regression*) serta memastikan tidak ada variabel terintegrasi tingkat dua atau I(2), karena model ARDL hanya berlaku bagi variabel stasioner pada level I(0) atau differensia pertama I(1). Pengujian menggunakan *Augmented Dickey-Fuller (ADF)*, membandingkan t-statistik dengan nilai kritis pada signifikansi 1%, 5%, atau 10%. Hasil uji stasioneritas seluruh variabel untuk kedua periode pengamatan disajikan sebagai berikut:

Tabel 4.2 Hasil Uji Stasioneritas

No	Variabel	2014-2024	
		Prob	Tingkat
1	JII (Y)	0.0000	1st diference
2	IPI (X1)	0.0000	1st diference
3	SB (X2)	0.0002	1st diference
4	Kurs (X3)	0.0000	1st diference
5	M2 (X4)	0.0000	1st diference

6	INF (X5)	0.0000	1st diference
7	OIL (X6)	0.0000	1st diference
8	GOLD (X7)	0.0000	1st diference
9	DJIA (X8)	0.0000	1st diference
10	BTC (X9)	0.0000	1st diference

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil uji akar unit menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller (ADF)* pada tingkat diferensi pertama (*first difference*), seluruh variabel penelitian menunjukkan nilai probabilitas yang lebih kecil dari taraf signifikansi  $\alpha = 5\%$ . Secara spesifik, variabel dependen JII (Y) dan seluruh variabel independen dari X1 hingga X9 memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0000 (kecuali suku bunga sebesar 0,0002), yang berarti hipotesis nol mengenai adanya akar unit ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa seluruh data penelitian periode 2014-2024 telah stasioner pada derajat integrasi yang sama, yaitu I(1). Konsistensi stasioneritas pada tingkat diferensi pertama ini memberikan justifikasi teknis yang kuat untuk melanjutkan analisis ke tahap estimasi model ARDL, guna mengidentifikasi adanya kemungkinan hubungan kointegrasi atau keseimbangan jangka panjang antarvariabel.

#### 4.2.2 Penentuan Lag Optimum

Spesifikasi model *Autoregressive Distributed Lag (ARDL)* dalam penelitian ini disesuaikan dengan karakteristik data pada periode observasi 2014-2024. Penentuan struktur *lag* dilakukan melalui metode seleksi otomatis berdasarkan *Akaike Information Criterion (AIC)*, yang menghasilkan konfigurasi model ARDL(2,0,1,1,3,4,0,4,4,1,4). Penggunaan pendekatan berbasis kriteria informasi ini bertujuan untuk menjamin efisiensi estimasi serta menjaga obyektivitas dalam

menggambarkan dinamika hubungan antarvariabel secara presisi selama satu dekade terakhir.

Tabel 4. 3 Hasil Ringkasan Spesifikasi Model ARDL terpilih

Keterangan	Hasil Spesifikasi uji 2014-2024
Model ARDL	ARDL(2,0,1,1,3,4,0,4,4,1,4)
Metode Seleksi	<i>Akaike Information Criterion (AIC)</i>
Jumlah Model Dievaluasi	39.062.500 Model
<i>Akaike info criterion</i>	-3.814824
<i>Schwarz crirerion</i>	-2.997435

Sumber: data diolah

Hasil estimasi model menunjukkan struktur *lag* yang spesifik pada periode pengamatan 2014-2024, yang menandakan adanya dinamika respons yang kompleks dari Jakarta Islamic Index (JII) terhadap variabel makroekonomi dan faktor global. Penentuan struktur *lag* yang bervariasi dalam model ini mencerminkan kecepatan penyesuaian pasar modal syariah dalam menyerap informasi dan guncangan yang terjadi di pasar selama satu dekade terakhir. Pada periode pengamatan 2014-2024, prosedur *automatic selection* melakukan evaluasi terhadap 39.062.500 kombinasi model dan menetapkan konfigurasi ARDL(2,0,1,1,3,4,0,4,4,1,4) sebagai model optimal berdasarkan nilai *Akaike Information Criterion (AIC)* minimum sebesar -3,814824. Struktur *lag* yang kompleks pada periode ini, yang ditandai dengan adanya *lag* hingga orde ke-4 pada variabel Inflasi (X5), GOLD (X7), DJIA (X8), dan BTC (X9), mencerminkan proses penyesuaian pasar saham syariah yang dinamis terhadap berbagai guncangan pasar global maupun domestik. Di sisi lain, variabel IPI (X1) dan OIL (X6) menunjukkan efek kontemporer (*lag nol*), yang mengindikasikan bahwa informasi

terkait sektor industri dan harga komoditas energi diserap secara instan oleh pasar modal syariah dalam pembentukan harga keseimbangan di bursa.

#### 4.2.3 Estimasi Model ARDL dan Uji Kointegrasi (Bound Test)

Pemilihan model *Autoregressive Distributed Lag (ARDL)* dalam penelitian ini dilakukan dengan pendekatan yang disesuaikan untuk menangkap karakteristik data pada periode pengamatan 2014-2024. Penentuan spesifikasi model dilakukan secara otomatis melalui prosedur *Automatic Selection* menggunakan kriteria *Akaike Information Criterion (AIC)*. Kriteria ini dipilih karena kemampuannya dalam mengoptimalkan efisiensi estimasi model serta meminimalisir risiko kehilangan informasi data (*information loss*). Hasil estimasi model utama ARDL tersebut disajikan secara lengkap pada tabel berikut:

Tabel 4. 4 Hasil Estimasi Model Utama ARDL

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistik	Prob.
JII_Y(-1)	0.743	0.103	7.220	0.000
JII_Y(-2)	-0.170	0.092	-1.839	0.070
IPI_X1	0.000	0.000	0.906	0.367
SB_X2	0.135	0.043	3.118	0.002
SB_X2(-1)	-0.120	0.042	-2.873	0.005
KURS_X3	-0.990	0.200	-4.954	0.000
KURS_X3(-1)	0.313	0.214	1.457	0.149
M2_X4	-0.070	0.303	-0.232	0.817
M2_X4(-1)	-0.089	0.336	-0.264	0.791
M2_X4(-2)	-0.229	0.323	-0.708	0.480
M2_X4(-3)	0.580	0.283	2.049	0.044
INF_X5	0.010	0.010	0.984	0.327
INF_X5(-1)	0.017	0.013	1.230	0.222
INF_X5(-2)	-0.004	0.011	-0.341	0.734
INF_X5(-3)	-0.007	0.010	-0.668	0.506
INF_X5(-4)	-0.018	0.007	-2.390	0.019
OIL_X6	-0.001	0.028	-0.025	0.980
GOLD_X7	-0.195	0.097	-2.021	0.046
GOLD_X7(-1)	0.190	0.120	1.581	0.117
GOLD_X7(-2)	0.014	0.112	0.131	0.896
GOLD_X7(-3)	0.070	0.117	0.598	0.552

GOLD_X7(-4)	-0.228	0.091	-2.501	0.014
DJIA_X8	0.039	0.072	0.545	0.587
DJIA_X8(-1)	-0.149	0.075	-1.974	0.052
DJIA_X8(-2)	-0.061	0.076	-0.805	0.423
DJIA_X8(-3)	-0.012	0.069	-0.175	0.861
DJIA_X8(-4)	-0.170	0.065	-2.639	0.010
BTC_X9	0.014	0.018	0.793	0.429
BTC_X9(-1)	0.028	0.019	1.456	0.149
COVID19_DUMMY	-0.045	0.028	-1.578	0.118
COVID19_DUMMY(-1)	0.074	0.039	1.892	0.062
COVID19_DUMMY(-2)	-0.082	0.037	-2.213	0.029
COVID19_DUMMY(-3)	0.006	0.037	0.180	0.857
COVID19_DUMMY(-4)	0.053	0.029	1.835	0.070
C	10.401	2.164	4.805	0.000
R-squared	0.9548	F-statistic	52.266	
Adj. R-squared	0.9365	Prob(F-stat)	0.0000	
Durbin-Watson	2.118	Akaike Info	-3.814	

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil estimasi pada 4.4 model menunjukkan kualitas yang baik dengan nilai *Adjusted R-squared* sebesar 0,9365. Hal ini mengindikasikan bahwa sebesar 93,65% variasi pergerakan JII dapat dijelaskan oleh variabel-variabel dalam model, sedangkan sisanya sebesar 6,35% dipengaruhi oleh faktor lain di luar penelitian. Selain itu, nilai *F-statistic* sebesar 52,266 dengan probabilitas 0,0000 membuktikan bahwa secara simultan variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap JII, sehingga model ini layak untuk dilanjutkan ke tahap pengujian kointegrasi.

Uji kointegrasi merupakan tahap penentu dalam model ARDL untuk mengetahui apakah terdapat hubungan keseimbangan jangka panjang antara variabel dependen dan seluruh variabel independen. Keputusan diambil dengan membandingkan nilai *F-statistic* terhadap nilai kritis *Bound* ( $I(0)$  dan  $I(1)$ ). Jika nilai *F-statistic* melampaui batas atas (*Upper Bound*), dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel dalam penelitian ini berkointegrasi.

Tabel 4. 5 Hasil Ringkasan Uji Kointegrasi

Nilai F-Statistic	Signifikansi	Nilai Kritis I(0)	Nilai Kritis I(1)	Keterangan
3.858	1%	2.410	3.610	Ada kointegrasi (1%)

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil uji kointegrasi pada tabel tersebut, nilai F-statistic sebesar 3,858048. Nilai ini berada di atas nilai kritis *Upper Bound* I(1) pada tingkat signifikansi 10% (2,770), 5% (3,040), dan bahkan melampaui tingkat signifikansi 1% (3,610). Hasil ini memberikan bukti empiris yang kuat untuk menolak hipotesis nol ( $H_0$ ). Hal ini mengindikasikan bahwa dengan masuknya dinamika ekonomi terbaru dalam satu dekade terakhir, hubungan keseimbangan jangka panjang antara variabel independen terhadap Jakarta Islamic Index (JII) justru menjadi lebih solid dan terintegrasi. Karena kointegrasi terbukti ada pada periode ini, estimasi model dapat dilanjutkan ke tahap analisis koefisien jangka panjang dan *Error Correction Model* (ECM).

#### 4.2.4 Uji Diagnostik

Setelah diperoleh estimasi model ARDL yang optimal, tahap selanjutnya adalah melakukan uji diagnostik untuk memvalidasi pemenuhan asumsi klasik dalam analisis ekonometrika pada periode pengamatan 2014-2024. Uji diagnostik ini krusial untuk memastikan tidak adanya pelanggaran asumsi autokorelasi, homoskedastisitas, serta normalitas residual yang dapat merusak efisiensi dan konsistensi estimasi parameter Jakarta Islamic Index (JII) terhadap variabel makroekonomi dan faktor global. Melalui serangkaian pengujian ini, model yang terpilih dipastikan bersifat *Best Linear Unbiased Estimator* (BLUE), sehingga

kesimpulan mengenai hubungan jangka panjang maupun jangka pendek antara variabel dependen dan independen memiliki validitas statistik yang kuat.

a. Uji Autokorelasi (*Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test*)

Uji autokorelasi digunakan untuk mendeteksi adanya korelasi serial antara residual periode  $t$  dan  $t - 1$  dalam model regresi linier. Model yang ideal harus bebas dari autokorelasi agar koefisien estimasi tetap tidak bias dan efisien. Pengujian dalam penelitian ini menerapkan metode *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test* dengan kriteria *Obs\*R-Squared*. Hasil pengujian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4. 6 Hasil Uji Autokorelasi (Breusch-Godfrey LM Test)

Nilai Statistik	Probabilitas	Keterangan
1.911	0.385	Bebas Autokorelasi

Sumber: data diolah

Berdasarkan Tabel hasil uji asumsi klasik pada aspek autokorelasi menggunakan metode *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test*, nilai *Observed R-squared* sebesar 1,911 dengan nilai probabilitas 0,385. Karena memiliki nilai probabilitas di atas 0,05 hipotesis nol yang menyatakan tidak adanya autokorelasi gagal ditolak. Hal ini membuktikan bahwa penentuan panjang lag pada masing-masing model sudah optimal dalam menangkap dinamika data, sehingga model tersebut layak digunakan untuk estimasi jangka panjang tanpa risiko bias akibat gangguan autokorelasi.

b. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas dilakukan untuk mendeteksi adanya ketidaksetaraan varians residual antar pengamatan pada model regresi. Model regresi yang memenuhi asumsi klasik mengharuskan kondisi homoskedastisitas, yaitu varians

residual yang konstan. Pengujian ini menggunakan pendekatan *Breusch-Pagan-Godfrey* dengan kriteria keputusan berdasarkan nilai probabilitas *Obs\*R-Squared*, sebagaimana disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4. 7 Hasil Uji Heteroskedastisitas

Nilai Statistik	Probabilitas	Keterangan
41,218	0.184	Lolos (Homoskedastisitas)

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas pada tabel di atas, menunjukkan nilai *ObsR-squared\** sebesar 41,218 dengan nilai probabilitas sebesar 0,184. Hasil yang lebih besar dari taraf 0,05 ( $0,184 > 0,05$ ) ini mengonfirmasi bahwa varians residual bersifat stabil atau homogen. Dengan terpenuhinya asumsi homoskedastisitas pada kedua model tersebut, maka estimator yang dihasilkan telah memenuhi syarat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), sehingga koefisien regresi yang diperoleh bersifat valid, efisien, dan dapat diandalkan untuk analisis inferensial lebih lanjut.

#### c. Uji Normalitas (Jarque-Bera Test)

Uji normalitas bertujuan memverifikasi apakah residual model regresi berdistribusi normal. Model yang memenuhi asumsi klasik mensyaratkan residual berdistribusi normal atau mendekati normal untuk menjamin validitas uji statistik t dan F. Pengujian ini menggunakan metode *Jarque-Bera* (J-B). Hasil uji normalitas untuk periode penelitian disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4. 8 Hasil Uji Normalitas (Jarque-Bera)

Nilai Statistik (Jarque-Bera)	Probabilitas	Keterangan
1.051	0.591	Distribusi Normal

Sumber: data diolah

Berdasarkan Hasil pengujian normalitas residual menggunakan metode *Jarque-Bera* menunjukkan nilai statistik sebesar 1,051 dengan nilai probabilitas

sebesar 0,591. Karena nilai probabilitas tersebut jauh lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 (5%), maka hipotesis nol ( $H_0$ ) diterima. Hal ini menunjukkan bahwa residual dalam model ARDL berdistribusi normal. Selain dari nilai statistik, secara visual kurva histogram menunjukkan pola lonceng (*bell-shaped*) yang simetris, yang merupakan ciri khas distribusi normal.

d. Uji Linearitas (Ramsey RESET Test)

Uji Ramsey RESET bertujuan memverifikasi kesesuaian spesifikasi model dan linearitasnya. Model yang optimal harus bebas dari kesalahan spesifikasi seperti omitted variables. Pengujian menggunakan F-statistic dengan keputusan berdasarkan nilai probabilitas. Hasil uji linearitas disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4. 9 Hasil Uji Ramsey RESET

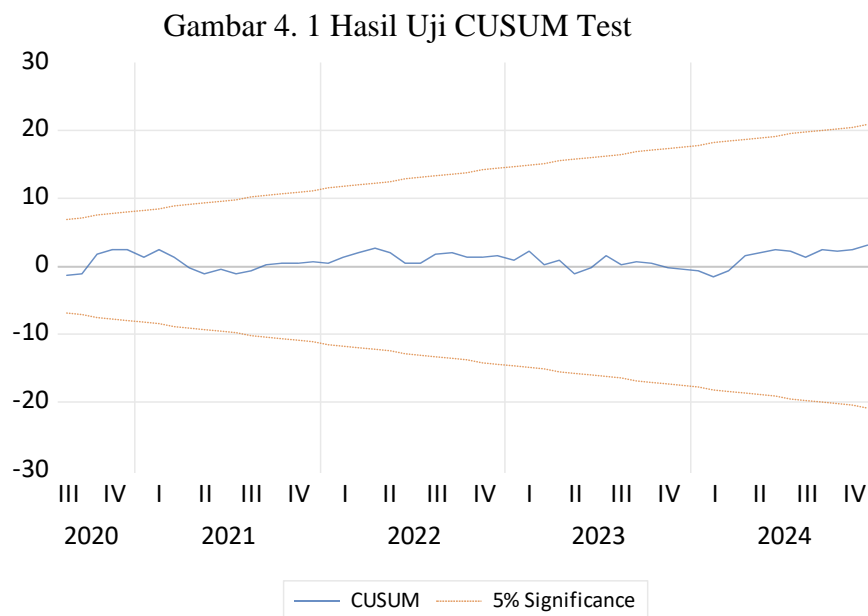
F-statistic	Probabilitas	Keterangan
4.931	0.029	Model Non-Linear

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil pengujian diperoleh nilai F-statistic sebesar 4,931 dengan probabilitas sebesar 0,029. Karena nilai probabilitas pada kedua periode tersebut berada di bawah taraf signifikansi 0,05, maka hipotesis nol yang menyatakan model berbentuk linear ditolak pada tingkat kepercayaan 95%. Meskipun uji Ramsey RESET menunjukkan adanya indikasi non-linearitas, model tetap dipertahankan karena fokus utama penelitian adalah pada hubungan kointegrasi jangka panjang yang telah terbukti signifikan. Adanya *structural break* seperti pandemi COVID-19 dalam data memberikan kompleksitas fungsional yang umum terjadi pada data pasar modal.

e. Uji Stabilitas Model (CUSUM Test)

Uji stabilitas bertujuan memverifikasi konsistensi parameter estimasi model ARDL sepanjang periode observasi, khususnya untuk mendeteksi potensi structural break. Pengujian menerapkan metode *Cumulative Sum (CUSUM)* yang mengevaluasi stabilitas residual pada tingkat signifikansi 5%. Model dinyatakan struktural stabil jika grafik CUSUM berada dalam rentang batas kritis (garis putus-putus). Hasil uji CUSUM disajikan pada gambar berikut:



Sumber: data diolah

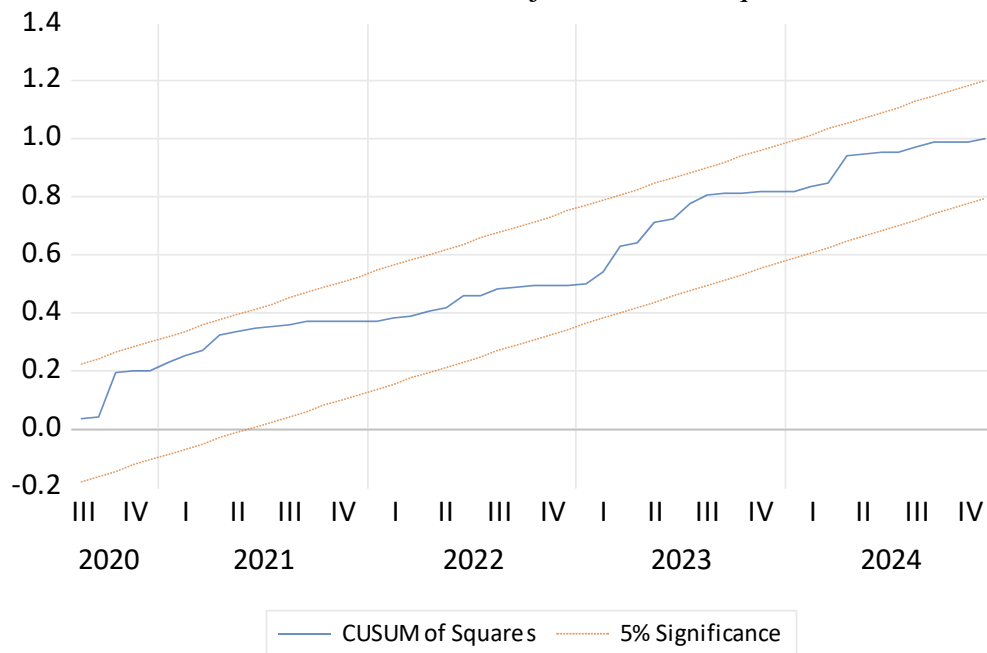
Berdasarkan hasil pengujian pada grafik CUSUM, terlihat bahwa garis biru secara konsisten berada di dalam koridor atau batas garis putus-putus merah yang menunjukkan tingkat signifikansi 5%. Kondisi grafik CUSUM tidak memotong atau keluar dari batas nilai kritis 5% mengindikasikan bahwa hipotesis nol ( $H_0$ ) yang menyatakan model stabil gagal ditolak. Hal ini membuktikan bahwa parameter-parameter dalam model penelitian, bersifat stabil dan tidak mengalami perubahan struktural yang drastis selama rentang waktu penelitian. Terpenuhinya

asumsi stabilitas ini memberikan keyakinan metodologis bahwa hasil estimasi jangka pendek maupun jangka panjang yang diperoleh dapat diandalkan (*reliable*) untuk penarikan kesimpulan dan pengambilan kebijakan terkait Jakarta Islamic Index (JII).

f. Uji Stabilitas Model (CUSUM of Squares)

Selain uji CUSUM, evaluasi stabilitas parameter model juga dilakukan melalui *CUSUM of Squares*. Pengujian ini memiliki peran krusial dalam mengidentifikasi potensi ketidakstabilan varians pada koefisien jangka pendek maupun panjang, yang dipicu oleh perubahan struktural ekonomi. Mengingat rentang data 2014-2024 mencakup dinamika pasar yang volatil termasuk pandemi COVID-19 uji ini menentukan konsistensi estimasi parameter sepanjang waktu. Hasil uji *CUSUM of Squares* disajikan pada gambar berikut:

Gambar 4. 2 Hasil Uji CUSUM of Squares



Sumber: data diolah

Uji stabilitas parameter memverifikasi tidak adanya *structural break* dalam model estimasi sepanjang periode observasi. Kondisi stabilitas yang ditemukan, sebagaimana ditampilkan pada Gambar 4.2. Grafik CUSUM dan CUSUM of Squares menunjukkan posisi yang stabil, garis akumulasi residual berada jauh di dalam koridor garis kritis 5%. Hasil ini membuktikan bahwa masuknya variabel baru yaitu Bitcoin (X9) serta dinamika pasar dalam sepuluh tahun terakhir tidak mengganggu stabilitas struktur model penelitian. Secara metodologis, terpenuhinya uji CUSUM dan CUSUM of Squares pada kedua periode penelitian memberikan validasi bahwa model regresi yang digunakan tidak mengalami masalah ketidakkonsistenan parameter. Dengan demikian, hasil estimasi koefisien jangka panjang maupun jangka pendek dalam penelitian ini dinyatakan reliabel dan dapat diandalkan untuk analisis inferensial serta pengambilan keputusan kebijakan terkait Jakarta Islamic Index (JII).

#### 4.2.5 Estimasi Jangka Panjang dan Jangka Pendek (ECM)

Berdasarkan hasil uji kointegrasi yang menunjukkan adanya hubungan jangka panjang, analisis selanjutnya difokuskan pada dinamika jangka pendek melalui pendekatan *Error Correction Model (ECM)*. Estimasi menggunakan transformasi *First Difference (D)* untuk mengukur respon instan JII terhadap guncangan variabel makroekonomi dan eksternal. Hasil estimasi jangka pendek ARDL disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4. 10 Hasil Estimasi Jangka Pendek (ECM)

Variabel	koefisien	Std.Error	t-Statistic	Prob.	Ket
ECT	-0.427	0.059	-7.236	0.000	Sig.***
D(JII_Y(-1))	0.170	0.080	2.108	0.038	Sig.**
D(SB_X2)	0.135	0.030	4.603	0.000	Sig.***
D(KURS_X3)	-0.990	0.161	-6.146	0.000	Sig.***
D(M2_X4)	-0.070	0.236	-0.297	0.767	-
D(M2_X4(-1))	-0.351	0.221	-1.583	0.117	-
D(M2_X4(-2))	-0.580	0.224	-2.593	0.011	Sig.**
D(INF_X5)	0.010	0.009	1.182	0.240	-
D(INF_X5(-1))	0.029	0.008	3.539	0.001	Sig.***
D(INF_X5(-2))	0.025	0.007	3.538	0.001	Sig.***
D(INF_X5(-3))	0.018	0.006	2.691	0.008	Sig.***
D(GOLD_X7)	-0.195	0.076	-2.576	0.011	Sig.**
D(GOLD_X7(-1))	0.143	0.078	1.834	0.069	Sig.*
D(GOLD_X7(-2))	0.158	0.083	1.895	0.061	Sig.*
D(GOLD_X7(-3))	0.228	0.080	2.841	0.005	Sig.***
D(DJIA_X8)	0.040	0.058	0.675	0.501	-
D(DJIA_X8(-1))	0.244	0.076	3.222	0.002	Sig.***
D(DJIA_X8(-2))	0.183	0.063	2.914	0.004	Sig.***
D(DJIA_X8(-3))	0.170	0.056	3.050	0.003	Sig.***
D(BTC_X9)	0.014	0.016	0.917	0.361	-
D(DUMMY_COVID19)	-0.045	0.025	-1.799	0.075	Sig.*
D(DUMMY_COVID19(-1))	0.022	0.025	0.896	0.372	-
D(DUMMY_COVID19(-2))	-0.060	0.024	-2.519	0.013	Sig.**
D(DUMMY_COVID19(-3))	-0.053	0.024	-2.174	0.032	Sig.**

Sumber: data diolah

Berdasarkan hasil estimasi, ECT menunjukkan koefisien sebesar -0,427 dengan signifikansi ( $p < 0,01$ ). Hal ini mengonfirmasi adanya mekanisme koreksi kesalahan dengan kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) sebesar 42,7% per bulan. Artinya, jika terjadi gangguan yang menyebabkan ketidakseimbangan di pasar, JII memerlukan waktu sekitar 2,3 bulan untuk kembali menuju titik keseimbangan jangka panjangnya. Suku Bunga (SB X2) menunjukkan pengaruh semi-elastisitas positif yang signifikan sebesar 0,135 ( $p < 0,01$ ), kenaikan suku bunga 1% diikuti oleh penguatan JII sebesar 13,5%, yang mengindikasikan respon pasar terhadap stabilitas makroekonomi pada dekade terakhir. Nilai Tukar (KURS

X3) menjadi determinan negatif paling dominan dengan koefisien sebesar -0,990 ( $p < 0,01$ ). Hal ini bermakna bahwa setiap 1% depresiasi Rupiah akan langsung menurunkan JII sebesar 0,99% secara instan. Sementara itu, Inflasi (INF X5) menunjukkan pengaruh positif yang signifikan pada lag 1, 2, dan 3, yang mencerminkan bahwa inflasi moderat dipandang sebagai sinyal ekspansi ekonomi oleh investor, Kenaikan inflasi sebesar 1% pada bulan-bulan sebelumnya mendorong penguatan JII di bulan berjalan sebesar 1,8% hingga 2,9%. Adapun Jumlah Uang Beredar (M2 X4) baru memberikan dampak negatif yang signifikan pada lag kedua sebesar -0,580, Setiap kenaikan jumlah uang beredar sebesar 1%, baru akan menurunkan JII sebesar 0,58% pada dua bulan berikutnya. sedangkan indeks produksi industri (IPI X1) tidak menunjukkan pengaruh statistik yang nyata dalam dinamika jangka pendek periode ini.

Pada kategori variabel komoditas dan global, harga emas (GOLD X7) menunjukkan pola elastisitas yang fluktuatif, dengan pengaruh negatif pada periode berjalan (-0,195) namun berbalik positif signifikan pada lag ketiga (0,228). Kenaikan harga emas 1% menurunkan JII sebesar 0,19%. Namun, dalam tiga bulan kemudian, pengaruhnya berbalik positif sebesar 0,22%, menunjukkan bahwa penguatan harga komoditas secara umum pada akhirnya ikut mengangkat nilai aset di pasar modal. Hal ini menunjukkan adanya pergeseran peran emas sebagai aset pelindung nilai yang membutuhkan waktu transmisi selama tiga bulan. Sentimen pasar global melalui Indeks Dow Jones (DJIA X8) juga menunjukkan efek tunda yang kuat, pengaruh signifikan terjadi secara beruntun pada lag 1, 2, dan 3. Setiap kenaikan 1% pada indeks Dow Jones akan direspon oleh penguatan JII satu bulan

kemudian sebesar 0,24%, dan efek ini terus berlanjut hingga bulan ketiga. Ini membuktikan bahwa pasar modal syariah Indonesia terintegrasi dengan sentimen global, meskipun proses penyerapan informasinya membutuhkan waktu. Namun, variabel harga minyak (OIL X6) tidak menunjukkan signifikansi dalam model ini. Menariknya, variabel aset digital harga Bitcoin (BTC X9) menghasilkan elastisitas rendah sebesar 0,014 dan tidak signifikan secara statistik, Kenaikan atau penurunan harga Bitcoin sebesar 1% tidak memberikan dampak yang berarti bagi pergerakan JII. Dapat disimpulkan bahwa fluktuasi pasar kripto belum menjadi faktor penentu dalam pembentukan harga di pasar modal syariah Indonesia selama periode 2014-2024.

Terakhir, analisis dampak pandemi melalui DUMMY COVID19 menunjukkan tekanan semi-elastisitas negatif yang signifikan dan persisten. Tekanan dimulai pada periode berjalan sebesar 4,5% dan mencapai puncaknya pada lag kedua dengan penurunan rata-rata sebesar 6,0% dibandingkan periode normal. Hal ini membuktikan bahwa guncangan pandemi COVID-19 memberikan dampak jangka pendek yang lebih menahun (*persistent*) bagi emiten syariah dibandingkan guncangan ekonomi lainnya. Secara keseluruhan, pergerakan JII pada periode ini juga dipengaruhi oleh nilai masa lalunya sendiri, sebagaimana ditunjukkan oleh koefisien  $D(JII\_Y(-1))$  sebesar 0,170 yang signifikan, menandakan adanya efek momentum dalam perilaku investor di pasar modal syariah.

Hasil *ARDL Bounds Test* pada periode 2014-2024 mengonfirmasi adanya hubungan kointegrasi. Hal ini menunjukkan bahwa dalam sepuluh tahun terakhir, Jakarta Islamic Index (JII) memiliki hubungan keseimbangan jangka panjang yang

stabil dengan variabel makroekonomi, komoditas, dan aset digital. Hasil estimasi parameter jangka panjang disajikan pada tabel berikut:

Tabel 4. 11 Hasil Estimasi Koefisien Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Ket
IPI_X1	0.001	0.001	0.940	0.349	-
SB_X2	0.032	0.027	1.120	0.233	-
Kurs_X3	-1.589	0.340	-3.891	0.001	Sig***
M2_X4	0.450	0.291	1.544	0.125	-
INF_X5	-0.004	0.011	-0.407	0.685	-
OIL_X6	-0.002	0.065	-0.025	0.980	-
GOLD_X7	-0.347	0.132	-2.614	0.010	Sig***
DJIA_X8	-0.830	0.260	-3.196	0.001	Sig***
BTC_X9	0.100	0.027	3.701	0.000	Sig***
COVID19	0.017	0.050	0.345	0.730	-
C (Constant)	24.381	2.705	9.011	0.000	Sig***

Sumber: data diolah

Hasil estimasi jangka panjang mengungkap pengaruh signifikan sejumlah variabel makroekonomi, komoditas global dan aset digital terhadap dinamika fundamental Jakarta Islamic Index (JII). Indeks produksi industri (IPI X1) menunjukkan koefisien positif sebesar 0,001 namun tidak signifikan secara statistik ( $p = 0,349$ ), yang mengindikasikan bahwa produktivitas industri nasional bukan merupakan penggerak utama nilai intrinsik JII dalam jangka panjang. Demikian pula dengan suku bunga (SB X2) yang memiliki koefisien semi-elastisitas sebesar 0,032 dan tidak signifikan ( $p = 0,233$ ) menunjukkan bahwa kebijakan moneter melalui instrumen bunga tidak memberikan dampak permanen terhadap posisi keseimbangan indeks syariah.

Sebaliknya, nilai tukar (KURS X3) terbukti menjadi variabel paling dominan dan kritis dalam jangka panjang dengan koefisien elastisitas negatif sebesar -1,589 dengan ( $p = 0,001$ ), Temuan ini bermakna bahwa setiap 1% depresiasi Rupiah secara fundamental akan menurunkan nilai JII sebesar 1,58%,

menegaskan bahwa stabilitas kurs adalah jangkar utama bagi pasar modal syariah. Sementara itu, variabel moneter jumlah uang beredar (M2 X4) menunjukkan elastisitas positif sebesar 0,450 namun tidak signifikan ( $p = 0,125$ ), dan Inflasi (INF X5) tidak menunjukkan pengaruh signifikan ( $p = 0,685$ ) yang mengindikasikan bahwa fluktuasi tingkat inflasi domestik dalam periode pengamatan tidak menjadi determinan utama yang menggerakkan indeks saham syariah. Di sisi komoditas, harga minyak (OIL X6) tidak menunjukkan pengaruh signifikan ( $p = 0,980$ ), namun harga emas (GOLD X7) memiliki elastisitas negatif signifikan sebesar -0,347 ( $p = 0,010$ ). Hal ini mengonfirmasi peran emas sebagai aset substitusi bagi saham syariah dalam jangka panjang, kenaikan harga emas sebesar 1% cenderung mendorong perpindahan aset dari pasar modal syariah sebesar 0,34%.

Selanjutnya, variabel eksternal global melalui indeks Dow Jones (DJIA X8) menunjukkan pengaruh elastisitas negatif signifikan sebesar -0,830 ( $p = 0,001$ ). Berbeda dengan pengaruh positifnya di jangka pendek, dalam jangka panjang penguatan bursa Amerika Serikat justru berdampak pada penurunan JII, yang mengindikasikan adanya fenomena *capital outflow* atau pelarian modal ke pasar global. Temuan unik didapatkan pada variabel aset digital Bitcoin (BTC X9), yang memiliki elastisitas positif signifikan sebesar 0,100 ( $p=0,000$ ). Hal ini menunjukkan bahwa dalam cakrawala jangka panjang, Bitcoin mulai direspon sebagai aset komplementer yang selaras dengan pertumbuhan aset syariah. Terakhir, variabel DUMMY\_COVID19 tidak menunjukkan pengaruh signifikan ( $p = 0,730$ ), mengindikasikan bahwa peristiwa pandemi COVID-19 tidak

memberikan pengaruh struktural yang menetap atau guncangan yang mengubah arah tren jangka panjang pada pasar modal syariah Indonesia dalam periode pengamatan ini. Seluruh dinamika ini diringkas oleh nilai Konstanta (C) yang signifikan sebesar 24,381, yang mencerminkan adanya faktor fundamental internal kuat di luar model yang menopang nilai dasar Jakarta Islamic Index selama satu dekade terakhir.

### 4.3 Pembahasan

#### 4.3.1 Pengaruh Indeks Produksi Industri (IPI) terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Analisis terhadap indeks produksi industri (IPI) mengungkapkan sebuah fenomena yang paradoks dalam ekosistem keuangan syariah Indonesia. Hasil penelitian secara konsisten menunjukkan bahwa IPI (X1) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap Jakarta Islamic Index (JII). Secara statistik, temuan ini menegaskan bahwa volume *output* manufaktur dan aktivitas fisik industri bukan merupakan determinan utama yang menggerakkan harga saham syariah di bursa. Ketidaksignifikanan yang persisten ini mengindikasikan bahwa pergerakan JII cenderung terlepas dari performa produktivitas sektor riil nasional (Prehatin & Haryono, 2024; Sanusi et al., 2020).

Interpretasi atas temuan ini secara teoretis diletakkan pada tidak teramatinya *Real Business Cycle (RBC)* dalam dinamika pasar modal syariah domestik. Teori RBC mempostulatkan bahwa fluktuasi ekonomi seharusnya didorong oleh guncangan teknologi dan produktivitas riil yang secara langsung memengaruhi nilai perusahaan (Rebelo, 2005). Namun, dalam konteks JII, terjadi fenomena *decoupling* (pemisahan) harga saham lebih bersifat *forward-looking* dan

dipengaruhi oleh ekspektasi keuntungan masa depan serta sentimen moneter, daripada data produksi fisik yang bersifat historis (Dornbusch, 1976). Ketidaksignifikanan ini mencerminkan bahwa peningkatan output industri cenderung mengalami *time-lag* yang panjang sebelum mampu bertransmisi menjadi laba bersih emiten yang dapat direspons oleh pasar. Akibatnya, aliran modal (*Speculative Capital Flow*) lebih sensitif terhadap momentum likuiditas global dan stabilitas nilai tukar, sehingga pertumbuhan produktivitas industri yang membutuhkan waktu lebih lama untuk tereskalasi menjadi laba cenderung diabaikan oleh investor.

Temuan ini menunjukkan hasil berbeda dibandingkan studi Ramli et al. (2021) dan Rusydiana et al. (2022) yang secara empiris mengidentifikasi bahwa IPI memiliki pengaruh positif terhadap kinerja pasar modal syariah. Perbedaan ini disinyalir terjadi karena pergeseran struktur pasar selama periode 2014-2024, sentimen eksternal dan digitalisasi finansial jauh lebih mendominasi pembentukan harga dibandingkan indikator produksi konvensional. Ketidaksignifikanan konsisten IPI menggarisbawahi tantangan efisiensi pasar modal syariah Indonesia dalam mengintegrasikan produktivitas fisik ke dalam valuasi saham. Jakarta Islamic Index (JII) saat ini lebih mencerminkan stabilitas moneter dan sentimen makro global ketimbang performa industri riil nasional. Hal ini menekankan urgensi untuk memperkuat *linkage* antara sektor manufaktur dan pasar modal agar prinsip ekonomi syariah yang berbasis pada *real economy* benar-benar terwujud dalam dinamika indeks secara empiris. Meskipun penelitian-penelitian terdahulu tersebut menegaskan bahwa kenaikan *output* industri seharusnya menjadi

pendorong (*driver*) bagi penguatan indeks, hasil penelitian ini memberikan bukti berbeda bahwa untuk indeks agregat seperti JII, performa fisik industri belum mampu bertransmisi secara langsung pada pembentukan harga di bursa.

#### 4.3.2 Pengaruh Suku Bunga terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hubungan antara suku bunga dan Jakarta Islamic Index (JII) bersifat dinamis. Pengaruh signifikansi suku bunga mulai memudar dalam jangka panjang, yang mengindikasikan bahwa daya tekan suku bunga konvensional terhadap JII tidak lagi bersifat absolut. Temuan ini menandakan adanya pergeseran fundamental dalam cara pasar merespons kebijakan moneter pengetatan (Rachmawaty, 2024; Syifa & Amri, 2024). Interpretasi atas pudarnya signifikansi ini dapat dijelaskan secara mendalam melalui kerangka *Keynesian Liquidity Preference Theory*. Dalam teori ini, investor memegang uang berdasarkan motif spekulasi yang dipengaruhi oleh tingkat bunga (Keynes, 1936). Namun, temuan pada penelitian ini menunjukkan bahwa pasar saat ini lebih memprioritaskan ketersediaan likuiditas (*Quantity of Money*) dibandingkan harga uang itu sendiri (*Interest Rate*). Dalam kondisi volume likuiditas di pasar (M2) melimpah, kenaikan suku bunga nominal cenderung diabaikan oleh investor karena aliran modal tetap mengalir deras ke aset ekuitas syariah untuk memenuhi motif spekulasi tersebut (Adewiyah & Bawono, 2023; Friedman, 1968). Akibatnya, kurva permintaan uang menjadi lebih inelastis terhadap bunga, JII bertransformasi dari pasar yang sensitif terhadap bunga (*interest-rate sensitive*) menjadi pasar yang digerakkan oleh volume uang (*liquidity-driven market*) (Geromichalos et al., 2007; Sia et al., 2024).

Secara komparatif, ketidaksignifikanan pada analisis jangka panjang dalam penelitian ini menghadirkan kebaruan (*novelty*) yang menentang hasil Layaman et al. (2024). Hal ini membuktikan bahwa JII telah mencapai tingkat kemandirian struktur modal yang lebih kuat melalui mekanisme *natural shielding* (perisai alami). Kepatuhan terhadap rasio utang berbasis bunga (maksimal 45%) telah meminimalisir ketergantungan emiten terhadap kredit perbankan, sehingga kebijakan pengetatan moneter tidak lagi bertransmisi secara ekstrem terhadap kinerja saham syariah di era modern. Suku bunga kini tidak lagi dipandang sebagai indikator tunggal dalam menilai risiko sistemik oleh investor syariah yang semakin matang. Temuan ini memberikan implikasi penting bahwa kebijakan suku bunga tidak lagi memiliki efektivitas yang sama dalam mengendalikan stabilitas pasar modal syariah, karena ekspektasi pasar kini lebih terkonsolidasi pada variabel likuiditas riil dan kesehatan struktur permodalan emiten yang sesuai dengan prinsip syariah.

Fenomena kemandirian instrumen syariah ini secara teoretis mempertegas adanya divergensi antara ekspektasi pasar modal dengan instrumen pasar uang konvensional. Kondisi ini secara fundamental mengubah peta kekuatan transmisi moneter, respons pasar tidak lagi bersifat mekanis terhadap perubahan *rate* (Mishkin, 2016). Di sisi lain, hal ini juga mencerminkan pergeseran perilaku investor yang semakin adaptif, keputusan investasi tidak lagi didikte oleh pergerakan suku bunga nominal, melainkan lebih dipengaruhi oleh kalkulasi risiko sistemik global dan prospek pertumbuhan aset riil (Lo, 2004). Implikasinya, dinamika Jakarta Islamic Index (JII) lebih dipengaruhi oleh variabel fundamental

internal emiten dan sentimen aset alternatif yang memiliki korelasi rendah dengan bunga bank. Dengan demikian, pudarnya efektivitas suku bunga sebagai instrumen kontrol terhadap JII dalam jangka panjang bukan menunjukkan kelemahan transmisi moneter, melainkan bukti pendewasaan pasar modal syariah Indonesia yang mampu membentuk jalur keseimbangannya sendiri (*independent path*) di tengah dinamika kebijakan moneter ketat dunia.

#### 4.3.3 Pengaruh Nilai Tukar terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Temuan penelitian yang menunjukkan pengaruh negatif signifikan secara konsisten mempertegas bahwa Nilai Tukar bukan sekadar variabel moneter pelengkap, melainkan determinan absolut bagi stabilitas Jakarta Islamic Index (JII). Berdasarkan hasil estimasi dalam penelitian ini, pelemahan nilai tukar Rupiah direspons secara negatif oleh pasar saham syariah, yang mengindikasikan meningkatnya persepsi risiko makroekonomi. Signifikan konsistennya variabel nilai tukar ini menunjukkan bahwa Rupiah berfungsi sebagai 'proksi kepercayaan' (*Confidence Proxy*) bagi investor. Ketika variabel lain seperti Suku Bunga mulai memudar pengaruhnya, Nilai Tukar tetap menjadi sinyal utama risiko negara (*Country Risk*). Hal ini membuktikan bahwa investor di pasar modal syariah saat ini lebih memitigasi risiko nilai tukar sebagai ancaman sistemik utama dibandingkan risiko biaya modal konvensional. Temuan ini sejalan dengan kerangka *Dornbusch Overshooting Model*, pasar aset bereaksi lebih cepat dibandingkan sektor riil terhadap guncangan moneter, sehingga perubahan nilai tukar memicu penyesuaian harga saham sebelum dampak fundamentalnya tercermin dalam kinerja keuangan perusahaan (Dornbusch, 1976).

Pada analisis jangka panjang, kurs berpengaruh negatif terhadap JII. Kondisi ini menunjukkan bahwa sensitivitas pasar saham syariah terhadap pergerakan kurs meningkat seiring dengan semakin terintegrasinya pasar keuangan domestik dengan sistem keuangan global. Perkembangan teknologi informasi dan kecepatan transmisi informasi mempercepat respons investor, sehingga depresiasi Rupiah lebih cepat memicu sentimen penghindaran risiko (*risk-off sentiment*) dan mendorong arus keluar modal dari pasar saham (Chan & Fong, 2000). Fenomena ini memperkuat literatur dari Gunariah & Nurdiansyah (2025), Syifa & Amri (2024) serta Layaman et al. (2024), serta memperluas literatur pada identifikasi transisi pasar menuju pola *Currency-Induced Volatility*. Di tengah keterbukaan pasar, Rupiah kini berfungsi sebagai instrumen sinyal kepercayaan global, depresiasi dapat memicu *sentimen risk-off* yang mengakibatkan pelarian modal keluar dari bursa syariah (Syifa & Amri, 2024).

Pelemahan nilai tukar memengaruhi JII melalui dua saluran utama, yaitu perilaku investor dan fundamental perusahaan. Dari sisi investor, depresiasi Rupiah meningkatkan risiko kerugian nilai tukar (*Currency Risk*), terutama bagi investor yang memiliki eksposur aset valas, sehingga mendorong penyesuaian portofolio melalui pengurangan kepemilikan saham dan memperkuat tekanan negatif serta volatilitas JII (Dornbusch, 1976; Suidarma et al., 2018). Dari sisi fundamental, ketergantungan emiten JII pada bahan baku impor dan pembiayaan valuta asing menyebabkan pelemahan Rupiah meningkatkan biaya produksi dan menekan margin laba, yang pada akhirnya menurunkan valuasi saham (Indriyani et al., 2023). Hal ini sekaligus menjelaskan mengapa Nilai Tukar memiliki pengaruh yang jauh

lebih nyata dibandingkan indeks produksi industri (IPI), pasar lebih reaktif terhadap ancaman kenaikan biaya input akibat depresiasi daripada data pertumbuhan produksi fisik yang mengalami *time-lag*. Temuan ini menegaskan bahwa stabilitas nilai tukar semakin berperan sebagai sumber risiko utama bagi pasar modal syariah, sehingga penguatan stabilitas makroekonomi, khususnya pengelolaan nilai tukar, menjadi faktor penting dalam menjaga ketahanan dan keberlanjutan JII (Gunariah & Nurdiansyah, 2025; Syifa & Amri, 2024).

#### 4.3.4 Pengaruh Jumlah Uang Beredar (M2) terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Temuan empiris terkait Jumlah Uang Beredar (M2) merefleksikan pergeseran mekanisme pembentukan harga pada pasar modal syariah Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan adanya transformasi peran M2 dari tidak signifikan terhadap JII. Ketidaksignifikanan ini mengungkap adanya fenomena *Liquidity Trap* (perangkap likuiditas) atau hambatan transmisi moneter, ekspansi jumlah uang beredar di sistem perekonomian selama dua dekade terakhir tidak serta-merta meluap ke pasar ekuitas syariah (Keynes, 1936; Mishkin, 2016). Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat *Financial Deepening* Indonesia pada sebagian besar periode pengamatan masih cenderung dangkal, kelebihan likuiditas lebih terserap oleh instrumen perbankan (deposito) atau aset berisiko rendah lainnya daripada menjadi "bahan bakar" bagi pergerakan harga saham syariah.

Penelitian ini menemukan transformasi peran M2 yang menjadi variabel berpengaruh dinamis pada *lag* (-2). Secara teoretis, hasil ini mendebat asumsi konvensional dan lebih sejalan dengan Fenomena Ekspektasi Inflasi (*Inflation Expectation Hypothesis*). Dalam kerangka ini, peningkatan M2 yang terlalu agresif

tidak lagi direspon sebagai tambahan likuiditas positif, melainkan dipersepsikan oleh investor sebagai ancaman kenaikan inflasi di masa depan (Fama, 1981). Selain itu, pengaruh negatif ini mengindikasikan adanya *Efek Substitusi Portofolio* yang kuat. Saat jumlah uang beredar meningkat pesat, terjadi distorsi pada imbal hasil riil di pasar modal. Investor syariah yang rasional mengidentifikasi bahwa ekspansi moneter yang berlebihan berpotensi mendegradasi daya beli mata uang, sehingga investor mengalihkan basis investasinya dari instrumen ekuitas ke aset lindung nilai (*safe-haven*) yang lebih stabil seperti emas atau komoditas riil. peningkatan M2 pada periode ini justru menjadi sentimen negatif bagi JII karena memicu perpindahan likuiditas keluar dari pasar saham syariah (*capital outflow*) menuju aset yang dianggap lebih mampu menjaga nilai kekayaan di tengah ancaman depresiasi nilai uang.

Temuan positif pada periode terbaru ini memberikan dukungan kuat bagi penelitian Indarwati & Widarjono (2021) yang menyatakan bahwa ketersediaan dana segar di masyarakat mampu meredam volatilitas dan memacu kinerja JII. Hasil ini juga memberikan distingsi terhadap penelitian Rachmawaty (2024) jika kajian sebelumnya menganalisis dampak M2 lebih tersebar pada indeks luas (ISSI), penelitian ini membuktikan bahwa JII telah bertransformasi menjadi absorber likuiditas utama. Adanya pengaruh negatif pada *lag* kedua di jangka pendek menunjukkan bahwa transmisi moneter memerlukan waktu jeda waktu (*time-lag*) sebelum akhirnya diserap oleh pasar modal. Temuan ini menekankan pada identifikasi peran *Financial Deepening* dan digitalisasi keuangan pasca-2014 yang

memperpendek jalur transmisi moneter, sehingga uang beredar tidak lagi hanya berhenti di sektor perbankan tetapi mengalir deras ke pasar saham syariah.

Fenomena ini membuktikan bahwa JII telah bertransformasi dari pasar yang pasif terhadap indikator moneter menjadi pasar yang sensitif terhadap risiko likuiditas (*liquidity-risk sensitive*). Ketidaksignifikanan M2 pada periode panjang menunjukkan bahwa pasar modal syariah kita pernah mengalami masa terisolasi dari kebijakan moneter domestik, namun kini telah mencapai fase maturitas M2 berfungsi sebagai indikator vital bagi investor. Temuan ini memberikan implikasi bahwa stabilitas JII ke depan akan bergantung pada kemampuan otoritas dalam mengelola jumlah uang beredar guna mencegah distorsi harga aset yang berlebihan akibat eksès likuiditas.

#### 4.3.5 Pengaruh Inflasi terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Ketidaksignifikanan Inflasi pada analisis mengungkapkan fenomena Netralitas Saham terhadap Inflasi (*Inflation Neutrality*) dalam struktur pasar modal syariah Indonesia. Secara historis, fluktuasi tingkat harga umum di Indonesia tidak menjadi penggerak utama (*primary driver*) bagi indeks JII. Hal ini mengindikasikan bahwa emiten-emiten yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index memiliki kapasitas *Price Pass-Through* yang cukup kuat secara agregat, perusahaan mampu menyesuaikan harga jual produk sejalan dengan kenaikan biaya input (inflasi), sehingga margin keuntungan dan valuasi saham tetap terjaga dalam ekuilibrium jangka panjang (Bodie, 1976). Tidak berpengaruhnya inflasi secara signifikan dalam jangka panjang juga disebabkan oleh adanya Efek Dominasi Variabel Eksternal.

Analisis statistik mengungkap transformasi peran inflasi yang fundamental, inflasi menunjukkan pengaruh positif signifikan di jangka pendek (*lag* 1, 2, dan 3). Temuan positif menunjukkan bahwa kenaikan tingkat harga diinterpretasikan oleh pasar sebagai indikator awal pertumbuhan ekonomi (*Demand-Pull Inflation*). Investor jangka pendek mengidentifikasi inflasi moderat sebagai sinyal meningkatnya daya beli dan potensi kenaikan pendapatan emiten di masa depan. Dalam kondisi ini, JII berperan sebagai absorber sentimen positif dari aktivitas ekonomi yang memanas, sehingga mendorong penguatan indeks secara temporer pada bulan-bulan awal terjadinya inflasi (Indarwati & Widarjono, 2021).

Resiliensi ini berakar pada karakteristik emiten *blue-chip* syariah yang memiliki mekanisme *Natural Hedge* melalui penguasaan aset riil dan kemampuan *Price Pass-Through* yang adaptif untuk menjaga margin laba riil. Sejalan dengan temuan Syiffa & Octovian (2024), perusahaan pilihan (*blue-chip*) syariah yang mendominasi JII memiliki kemampuan internal untuk menyesuaikan harga jual produk sejalan dengan kenaikan biaya input. Dengan menjaga margin keuntungan, valuasi saham tetap terjaga dalam ekuilibrium jangka panjang meskipun berada di bawah tekanan inflasi (Bodie, 1976). Ketidaksignifikanan ini juga dipertegas oleh penelitian Layaman et al. (2024) serta Prehatin & Haryono (2024), yang secara konsisten menunjukkan bahwa inflasi domestik bukan merupakan determinan utama yang mengancam eksistensi JII dalam jangka panjang. Hal ini dikarenakan pasar modal syariah cenderung melakukan antisipasi (*priced-in*) terhadap risiko inflasi yang terukur, sehingga saham syariah berfungsi sebagai *Natural Hedge* (pelindung nilai alami) melalui penguasaan aset riil yang nilainya meningkat

mengikuti inflasi. Tidak berpengaruhnya inflasi secara nyata juga disebabkan oleh Efek Dominasi Variabel Eksternal, investor jauh lebih reaktif terhadap volatilitas Nilai Tukar (Kurs) yang berdampak instan pada risiko sistemik dibandingkan inflasi domestik yang transmisinya berlangsung lebih lambat.

Oleh karena itu, temuan ini memberikan bukti empiris bahwa inflasi bukan merupakan ancaman primer terhadap kinerja jangka panjang JII. Daya tahan indeks ini terhadap inflasi justru melampaui sensitivitasnya terhadap risiko eksternal, terutama volatilitas nilai tukar. Hal ini mengindikasikan bahwa investor di pasar modal syariah Indonesia telah meninggalkan 'ilusi uang' (*money illusion*) dan lebih berfokus pada penjagaan nilai riil aset. Kedewasaan pasar ini mengindikasikan JII untuk tetap resilien di tengah fluktuasi harga domestik, selama fundamental ekonomi makro lainnya tetap terjaga.

#### 4.3.6 Pengaruh Harga Minyak (OIL) terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Hasil pengujian statistik mengindikasikan bahwa Harga Minyak tidak berperan signifikan dalam menjelaskan pergerakan Jakarta Islamic Index (JII). Temuan ini secara empiris menolak hipotesis penelitian yang memprediksi adanya pengaruh negatif signifikan berdasarkan kerangka *Cost-Push Theory*. Secara teoretis, kenaikan harga energi global seharusnya menjadi guncangan biaya (*supply shock*) yang menekan margin laba dan mendepresiasi harga saham (Bjørnland, 1989; Hamilton et al., 1983). Namun, ketidaksignifikanan yang ditemukan dalam penelitian ini mengungkap adanya mekanisme Peredam Guncangan (*Shock Absorber*) yang kompleks dalam struktur ekonomi Indonesia.

Ketidaksignifikanan hasil ini membuktikan terjadinya diskoneksi transmisi biaya akibat kebijakan harga yang diatur (*administered prices*). Secara empiris, kaitan antara volatilitas komoditas energi internasional dengan performa bursa syariah menjadi terputus (*decoupled*) karena intervensi anggaran negara melalui skema subsidi energi yang masif. Hal ini menjelaskan mengapa ekspektasi pasar terhadap penurunan margin laba perusahaan yang seharusnya muncul saat harga minyak dunia naik menjadi tidak terbukti secara statistik dalam model penelitian ini. Pemerintah secara efektif bertindak sebagai isolator risiko yang menyerap tekanan inflasi dari sisi penawaran (*supply-side*) sebelum menyentuh biaya operasional emiten JII.

Selain faktor subsidi, ketidaksignifikanan ini dipicu oleh Ekspektasi Rasional (*Rational Expectations*) para pelaku pasar. Investor di bursa syariah Indonesia cenderung telah mengantisipasi (*priced-in*) langkah fiskal pemerintah setiap kali terjadi lonjakan harga energi global. Karena intervensi pemerintah dianggap sebagai kepastian sejarah, kenaikan harga minyak dunia tidak lagi dipandang sebagai ancaman eksistensial yang mengejutkan pasar (*market surprise*), melainkan risiko yang telah terkelola secara makro. Stabilitas ekspektasi inilah yang menjaga volatilitas JII tetap rendah di tengah gejolak pasar komoditas.

Fenomena ini didukung oleh Efek Kompensasi Sektoral dalam komposisi JII. Jakarta Islamic Index didominasi oleh sektor barang konsumsi, telekomunikasi, dan jasa yang memiliki intensitas energi rendah, sementara keberadaan emiten sektor pertambangan di dalamnya justru mendapatkan sentimen positif saat harga energi naik. Fenomena *Net-Zero Impact* secara agregat inilah yang menyebabkan

harga minyak dunia kehilangan daya penjelasnya terhadap pergerakan indeks secara keseluruhan (Latifatunnisa & Sudarsono, 2024).

Temuan ini memberikan dukungan kuat bagi penelitian Indriyani et al. (2023), Prehatin & Haryono (2024), serta Latifatunnisa & Sudarsono (2024) yang secara konsisten menunjukkan bahwa JII telah bertransformasi menjadi instrumen investasi yang stabil. Ketidaksignifikanan harga minyak terhadap JII memberikan bukti empiris bahwa pasar ekuitas syariah di Indonesia telah mencapai derajat Maturitas Sektoral yang mampu memitigasi guncangan energi global. Kegagalan *Cost-Push Theory* dalam penelitian ini menegaskan bahwa kebijakan makroekonomi domestik mampu bertindak sebagai perisai (*shield*) terhadap transmisi risiko global. Temuan ini memosisikan JII sebagai instrumen investasi yang memiliki “Kekebalan Struktural”, sekaligus menawarkan keunggulan kompetitif bagi investor dalam melakukan diversifikasi portofolio yang tangguh di tengah ketidakpastian geopolitik dan volatilitas pasar komoditas internasional. Stabilitas JII yang tidak terpengaruh oleh harga minyak menunjukkan bahwa kekuatan pasar modal syariah Indonesia lebih bertumpu pada fundamental ekonomi dalam negeri daripada fluktuasi komoditas internasional.

#### 4.3.7 Pengaruh Harga Emas (GOLD) terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Hasil penelitian mengonfirmasi bahwa Harga Emas berperan signifikan sebagai penyeimbang pergerakan Jakarta Islamic Index (JII), yang secara empiris mendukung hipotesis penelitian mengenai adanya pengaruh negatif. Temuan ini merelevansi transformasi fungsi emas dari sekadar aset pelengkap menjadi instrumen substitusi yang aktif dalam portofolio syariah. Eskalasi harga emas dunia

secara konsisten menjadi sinyal awal (*leading indicator*) terjadinya koreksi pada harga saham syariah di bursa domestik.

Secara teoritis, signifikansi pengaruh negatif ini divalidasi secara teoretis melalui kerangka Teori Diversifikasi Portofolio (Markowitz, 1952). Investor yang rasional di pasar modal syariah cenderung memandang emas sebagai *Safe Haven* utama yang memiliki korelasi negatif dengan aset berisiko (saham). Ketika ketidakpastian ekonomi global meningkat, terjadi fenomena *Capital Flight to Quality* atau pelarian modal ke aset yang lebih aman (Baur & Lucey, 2006). Dalam konteks syariah, emas memiliki kedekatan karakteristik dengan prinsip investasi Islam karena kestabilan nilai intrinsiknya, sehingga saat harga emas melonjak, investor melakukan divestasi dari JII untuk mengamankan nilai asetnya di pasar komoditas mulia.

Signifikansi pengaruh emas dalam penelitian ini sejalan dengan temuan Gunariah & Nurdiansyah (2025) yang menyatakan bahwa variabel makroekonomi, termasuk emas, memiliki kontribusi krusial hingga 93,35% terhadap fluktuasi JII. Hal ini mempertegas bahwa emas telah mengukuhkan posisinya sebagai rival utama bagi likuiditas di pasar saham syariah Indonesia. Namun, terdapat distingsi hasil dengan penelitian Indriyani et al. (2023) yang menyatakan bahwa harga emas tidak berpengaruh terhadap JII. Perbedaan ini dapat dianalisis melalui pendekatan metodologi Indriyani (2023) menggunakan sampel terbatas pada 7 emiten spesifik, sementara penelitian ini menangkap dinamika indeks secara agregat yang lebih sensitif terhadap transmisi risiko global. Selain itu, integrasi pasar di era digital telah mempercepat arus likuiditas antar-instrumen, sehingga perilaku *hedging*

investor saat ini menjadi jauh lebih responsif dibandingkan periode penelitian sebelumnya.

Temuan ini membuktikan bahwa emas bukan lagi sekadar komoditas pasif, melainkan telah bertransformasi menjadi barometer risiko yang menentukan arah aliran likuiditas di bursa syariah Indonesia. Pengaruh negatif yang konsisten dan signifikan ini menandai fase maturitas investor yang semakin taktis dalam memanfaatkan emas sebagai instrumen pelindung nilai (*hedging*) yang paling kredibel secara syariah. Stabilitas JII ke depan tidak hanya bergantung pada performa internal emiten, tetapi juga dipengaruhi oleh persepsi investor terhadap volatilitas logam mulia global. Bagi pelaku pasar, pergerakan harga emas kini menjadi kompas strategis, kenaikannya adalah sinyal untuk waspada terhadap potensi pelarian modal (*capital outflow*), sementara stabilitasnya merupakan cermin dari kepercayaan diri pasar terhadap aset ekuitas syariah nasional.

#### 4.3.8 Pengaruh Indeks Dow Jones (DJIA) terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Analisis empiris mengungkapkan bahwa Dow Jones Industrial Average (DJIA) bertindak sebagai "lokomotif" global yang memberikan pengaruh ganda yang kontras terhadap Jakarta Islamic Index (JII). Hasil pengujian menunjukkan bahwa DJIA berpengaruh positif signifikan dalam jangka pendek (*lag* 1, 2, dan 3), namun menunjukkan pengaruh negatif signifikan dalam keseimbangan jangka panjang. Temuan ini secara parsial mendukung hipotesis penelitian yang memprediksi adanya pengaruh negatif, sekaligus mengungkap adanya mekanisme transmisi yang berbeda antara reaksi instan pasar dan stabilitas jangka panjang.

Pada jangka pendek, pengaruh positif yang konsisten menunjukkan berjalannya mekanisme *Global Spillover Effect*. Sebagai barometer ekonomi dunia, pergerakan DJIA menciptakan efek tumpahan melalui jalur *Speculative Capital Flow*. Saat bursa Wall Street menguat, *Risk Appetite* investor global meningkat, yang memicu aliran modal masuk (*capital inflow*) ke pasar negara berkembang (*emerging markets*), termasuk saham-saham dalam indeks JII (Hasanudin, 2021; Kose et al., 2009). Di era digitalisasi informasi, fenomena *Herding Behavior* mempercepat sinkronisasi ini, investor domestik cenderung menjadikan performa penutupan bursa Amerika sebagai sinyal psikologis untuk memulai perdagangan di bursa lokal (Verma & Verma, 2005).

Temuan paling krusial adalah munculnya pengaruh negatif signifikan pada jangka panjang, yang secara penuh mendukung hipotesis penelitian. Temuan ini memiliki konsistensi yang kuat dengan hasil penelitian Sanusi et al. (2020) yang menemukan bahwa indeks global lainnya, yaitu *Shanghai Stock Exchange (SSE)*, juga berpengaruh negatif terhadap indeks syariah Indonesia dalam jangka panjang. Kesamaan pola antara DJIA (Amerika) dan SSE (China) ini mempertegas eksistensi fenomena Substitusi Aset Global (*Global Asset Substitution*), bursa-bursa utama dunia bertindak sebagai rival likuiditas bagi pasar domestik. Meskipun memiliki kesamaan dengan indeks Shanghai, hasil penelitian ini memberikan distingsi menarik terhadap temuan Sanusi et al. (2020) lainnya, indeks *S&P 500* justru berpengaruh positif dan *Nikkei 225* tidak signifikan dalam jangka panjang. Perbedaan respon JII terhadap berbagai indeks global ini mengindikasikan bahwa

keterkaitan JII dengan pasar modal Amerika (khususnya sektor industri dalam DJIA) lebih didominasi oleh kompetisi modal dibandingkan sinergi fundamental.

Dalam jangka panjang, ketika DJIA menunjukkan tren penguatan yang stabil (*bullish*), terjadi fenomena *Capital Outflow* atau pelarian modal dari pasar satelit seperti Indonesia kembali ke pusat finansial global (*Flight to Center*). Investor institusional cenderung melakukan penyeimbangan portofolio (*rebalancing*) dengan menarik modal dari JII untuk mengejar imbal hasil yang lebih kompetitif dan likuid di bursa induk dunia. Hal ini menjelaskan mengapa dalam jangka panjang, penguatan bursa global justru menjadi tekanan bagi pertumbuhan indeks syariah domestik karena terjadinya penyusutan likuiditas asing.

Secara komprehensif, dualitas pengaruh DJIA ini menegaskan bahwa JII berada dalam posisi dilematis antara optimisme jangka pendek dan kompetisi likuiditas jangka panjang. Adanya keragaman respon JII terhadap berbagai bursa dunia sebagaimana yang juga diilustrasikan dalam studi Sanusi et al. (2020) membuktikan bahwa pasar modal syariah Indonesia sensitif terhadap karakter indeks global yang diikutinya. Pengaruh negatif jangka panjang DJIA dalam penelitian ini mempertegas bahwa bursa global adalah 'kompetitor nyata' bagi modal internasional di Indonesia. Temuan ini memberikan pesan krusial bahwa Jakarta Islamic Index telah mencapai tahap integrasi tidak lagi dapat berdiri terisolasi. Strategi pengelolaan portofolio syariah kini menuntut kewaspadaan ganda, memanfaatkan momentum transmisi global untuk keuntungan jangka pendek, sekaligus memitigasi risiko pelarian modal jangka panjang saat pasar induk dunia tampil lebih atraktif bagi investor global.

#### 4.3.9 Pengaruh Harga Bitcoin (BTC) terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Hasil analisis empiris menunjukkan adanya perbedaan terhadap hipotesis penelitian, harga Bitcoin terbukti memberikan kontribusi positif signifikan terhadap Jakarta Islamic Index (JII) dalam jangka panjang dengan nilai koefisien sebesar 0,100. Temuan ini secara otomatis menolak hipotesis awal yang memprediksi adanya pengaruh negatif berdasarkan asumsi efek substitusi modal, sekaligus mengonfirmasi bahwa di pasar modal Indonesia, aset digital dan saham syariah kini bergerak dalam arah yang selaras alih-alih saling menjatuhkan dalam perebutan likuiditas. Interpretasi atas perbedaan ini dapat dijelaskan melalui kerangka *Speculative Capital Flow Theory*, aliran modal global yang masuk ke pasar aset berisiko (*risk-on assets*) cenderung mengalir secara simultan ke pasar kripto dan pasar modal negara berkembang seperti JII guna mengejar keuntungan spekulatif yang dipicu oleh likuiditas global (Calvo et al., 1993; Fuertes et al., 2016). Fenomena ini mencerminkan profil investor domestik baru yang lebih progresif, yang mulai menganalisis aset digital dan saham syariah sebagai satu kesatuan portofolio pertumbuhan yang terintegrasi dengan kemajuan teknologi finansial.

Temuan ini memberikan perspektif baru yang secara tajam berbeda dari studi Mansour Nomran et al. (2024) di wilayah *Gulf Cooperation Council (GCC)*, yang menemukan bahwa imbal hasil kripto memiliki pengaruh negatif karena dianggap sebagai "godaan" (*temptation*) yang menarik keluar likuiditas dari pasar saham konvensional maupun syariah. Sebaliknya, di konteks domestik, hasil penelitian ini justru memperkuat sekaligus memperluas temuan Agustin & Chan (2024) yang menyatakan bahwa Bitcoin bersifat eksogen dan berfungsi sebagai

diversifikator untuk memitigasi kerugian saham syariah, terutama pada periode ketidakpastian tinggi. Meskipun Agustin & Chan (2024) menyarankan Bitcoin hanya untuk tujuan jangka pendek karena sifat spekulatifnya, temuan dalam penelitian ini memberikan bukti baru bahwa dalam cakrawala jangka panjang, Bitcoin telah bertransformasi menjadi determinan yang memberikan kontribusi positif terhadap stabilitas JII. Hal ini mengindikasikan bahwa seiring maturitas pasar hingga tahun 2024, Bitcoin tidak lagi sekadar instrumen diversifikasi sementara, melainkan telah menjadi bagian dari indikator kepercayaan ekonomi digital yang searah dengan nilai intrinsik perusahaan-perusahaan teknologi dan infrastruktur digital di dalam indeks JII.

Meskipun dalam jangka pendek pengaruhnya ditemukan tidak signifikan sejalan dengan argumen Agustin & Chan (2024) mengenai volatilitas harian Bitcoin yang masih didominasi oleh kebisingan pasar (*market noise*) secara fundamental jangka panjang, pergerakan harganya yang positif searah dengan tren penguatan JII menegaskan bahwa integrasi pasar keuangan digital telah menjadi faktor makro baru yang harus diperhitungkan. Secara komprehensif, temuan ini menandai pergeseran paradigma harga Bitcoin tidak lagi dianggap sebagai "rival" bagi pasar modal syariah di Indonesia, melainkan sebagai Katalisator Sentimen Baru. Berbeda dengan fenomena di pasar GCC yang bersifat substitutif, pasar Indonesia menunjukkan pola komplementer yang membuktikan bahwa JII kini beroperasi dalam ekosistem yang telah mengalami Digitalisasi Sentimen. Ketidaksesuaian hasil dengan hipotesis awal dan perbedaan hasil dengan literatur internasional Mansour Nomran et al. (2024) justru menjadi kontribusi ilmiah orisinal yang

mempertegas bahwa perilaku investor domestik memiliki keunikan tersendiri dalam merespons dinamika aset digital dunia sebagai bagian dari strategi alokasi aset jangka panjang yang lebih kokoh.

#### 4.3.10 Analisis Dampak Pandemi COVID19 terhadap Jakarta Islamic Index (JII)

Analisis terhadap variabel dummy Pandemi COVID-19 mengungkapkan temuan yang menarik dan kontradiktif dengan hipotesis penelitian. Hasil pengujian menunjukkan bahwa pandemi tidak berpengaruh dalam jangka panjang, namun memberikan dampak negatif signifikan pada jangka pendek melalui mekanisme *time-lag* (Lag 2 dan Lag 3). Secara statistik, temuan ini secara otomatis menolak hipotesis awal yang memprediksi adanya pengaruh negatif stabil atau pengaruh negatif instan pada Lag 0. Ketidaksesuaian ini mengindikasikan bahwa guncangan pandemi tidak menetap sebagai tren depresif bagi Jakarta Islamic Index (JII), melainkan bertransformasi menjadi katalisator pemulihan yang memperkuat posisi indeks dalam jangka panjang.

Pada jangka pendek, dampak negatif COVID-19 tidak dirasakan secara instan di bulan yang sama (*lag 0*), melainkan baru bertransmisi secara signifikan pada bulan kedua dan ketiga (Lag 2 dan 3). Dalam perspektif *Behavioral Finance*, fenomena ini menunjukkan adanya proses *delayed reaction* atau reaksi tertunda dari investor syariah. Investor pada era pandemi menunjukkan kedewasaan dalam memproses informasi, investor tidak langsung melakukan *panic selling* secara masif di awal berita, namun mulai menyesuaikan portofolio seiring dengan mulai terlihatnya dampak pembatasan sosial terhadap kinerja perusahaan (Shiller, 2000). Fenomena *rebound* cepat pada JII membuktikan bahwa optimisme terhadap

stimulus kebijakan pemerintah dan ketersediaan likuiditas global mampu meredam sentimen *panic selling*. Penundaan reaksi ini membuktikan bahwa transmisi krisis kesehatan ke pasar modal syariah memerlukan waktu untuk terakumulasi menjadi sentimen negatif yang nyata di lantai bursa.

Adapun ketidaksignifikanan pengaruh COVID-19 dalam jangka panjang yang berlawanan dengan ekspektasi teori krisis klasik dapat dianalisis melalui fenomena *Liquidity-Driven Recovery*. Selama masa pandemi, kebijakan stimulus fiskal yang masif dan peningkatan likuiditas global (M2) menciptakan bantalan ekonomi yang kuat. Berdasarkan teori *Keynesian Liquidity Preference*, kelimpahan likuiditas ini mendorong investor untuk segera melakukan realokasi modal kembali ke pasar saham (JII) saat harga terkoreksi, sehingga memicu pemulihan cepat (*rebound*) yang menetralkan dampak krisis asli (Keynes, 1936).

Ketidaksignifikanan pengaruh COVID-19 dalam jangka panjang yang berlawanan dengan ekspektasi teori krisis klasik dapat dianalisis melalui fenomena pergeseran perilaku investor ritel baru yang masif selama pandemi. Hal ini selaras dengan temuan Jowey et al. (2024) yang menyoroti peran generasi muda dalam pasar modal Indonesia. Jowey mengungkapkan bahwa meskipun faktor *Herding* dan *Loss Aversion* mulai memudar, variabel *Fear of Missing Out (FOMO)* justru menjadi pendorong signifikan dalam keputusan investasi saham. Dalam konteks JII, fenomena FOMO ini menciptakan "bantalan likuiditas", ketika harga saham syariah terkoreksi akibat pandemi di jangka pendek, investor ritel muda justru mengidentifikasi sebagai peluang investasi (*buying the dip*) karena kekhawatiran kehilangan momentum pemulihan ekonomi digital.

Meskipun pandemi memicu tekanan negatif jangka pendek melalui reaksi tertunda investor (*delayed reaction*), dukungan likuiditas dari basis investor ritel baru yang didorong sentimen FOMO, dikombinasikan dengan stimulus pemerintah, efektif bertindak sebagai peredam guncangan (*shock absorber*) (Jowey et al., 2024). Hal ini membuktikan bahwa guncangan pandemi terserap sepenuhnya oleh mekanisme *liquidity-driven recovery*, sehingga krisis tersebut hanyalah koreksi temporer yang tidak merusak fundamental jangka panjang pasar modal syariah nasional.

## **BAB V**

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis kointegrasi menggunakan model ARDL pada periode 2014-2024, penelitian ini menyimpulkan bahwa Jakarta Islamic Index (JII) telah bertransformasi menjadi pasar yang efisien dengan mekanisme penyesuaian fundamental (*Error Correction Term*) yang progresif, yakni hanya memerlukan waktu 2,3 bulan untuk kembali ke titik keseimbangan. Secara simultan, seluruh variabel makroekonomi, komoditas global, aset digital, serta variabel krisis berpengaruh signifikan terhadap pergerakan JII, yang menegaskan keterikatan indeks syariah domestik dalam ekosistem global yang kompleks.

Secara parsial dalam jangka panjang, variabel yang menjadi determinan utama adalah Nilai Tukar (X3) dan Harga Emas (X7) yang berperan sebagai pengoreksi negatif paling dominan, depresiasi Rupiah dan kenaikan harga emas memicu aliran modal keluar (*capital outflow*) dari JII, mempertegas posisi emas sebagai aset substitusi utama saat risiko makroekonomi meningkat. Hal ini diikuti oleh Indeks Dow Jones (X8) yang menunjukkan pengaruh negatif jangka panjang, sebuah indikasi adanya pelarian modal ke pasar maju (*developed markets*) saat terjadi volatilitas global. Sebaliknya, harga Bitcoin (X9) secara unik memberikan kontribusi positif signifikan, menandakan penerimaan aset digital sebagai instrumen komplementer yang selaras dengan optimisme pertumbuhan ekonomi digital emiten JII. Terkait variabel krisis, Pandemi COVID-19 terbukti tidak

berpengaruh signifikan dalam jangka panjang, menunjukkan resiliensi struktural JII yang mampu menyerap guncangan pandemi sebagai koreksi temporer.

Di sisi lain, penelitian ini menemukan sejumlah faktor non-determinan yang tidak berpengaruh signifikan dalam jangka panjang, yaitu Indeks Produksi Industri (X1), Suku Bunga (X2), dan Jumlah Uang Beredar (X4). Temuan ini mengindikasikan bahwa pergerakan harga saham syariah lebih didorong oleh sentimen pasar dan aliran modal global dibandingkan produktivitas industri maupun kebijakan moneter domestik. Demikian pula dengan Inflasi (X5) dan Harga Minyak Dunia (X6) yang ditemukan tidak signifikan, menunjukkan bahwa emiten JII memiliki daya tahan terhadap fluktuasi biaya energi serta tekanan harga konsumen, atau pasar telah melakukan mekanisme *priced-in* sehingga variabel-variabel tersebut tidak lagi menjadi kejutan fundamental bagi investor dalam jangka panjang.

## 5.2 Saran

Berdasarkan temuan penelitian, saran strategis pertama ditujukan kepada Pemerintah dan Bank Indonesia untuk tetap memprioritaskan stabilitas eksternal, khususnya melalui pengendalian Nilai Tukar (X3) serta pemantauan intensif terhadap sentimen global (DJIA). Langkah ini merupakan instrumen utama dalam memitigasi risiko pelarian modal (*capital outflow*) dan menjaga kapitalisasi pasar modal syariah. Kedua, OJK dan Bursa Efek Indonesia (BEI) perlu merespons signifikansi positif Bitcoin (X9) melalui penyusunan kerangka regulasi yang lebih integratif. Hal ini didasarkan pada temuan bahwa aset digital telah menjadi sinyal positif bagi pertumbuhan ekosistem investasi syariah modern di Indonesia.

Ketiga, bagi Investor, disarankan untuk memposisikan Emas (X7) sebagai aset lindung nilai (*hedge*) utama dalam portofolio investasi. Investor tidak perlu memberikan reaksi berlebihan terhadap fluktuasi jangka pendek dari variabel makro seperti IPI atau Inflasi, mengingat variabel-variabel tersebut terbukti tidak mengubah arah fundamental JII dalam jangka panjang. Keempat, bagi Emiten yang terdaftar di JII, sangat penting untuk memperkuat strategi lindung nilai (*hedging*) valuta asing guna memitigasi elastisitas negatif dari fluktuasi kurs, serta mengakselerasi transformasi digital untuk mempertahankan resiliensi terhadap potensi krisis kesehatan global di masa depan.

Terakhir, bagi Peneliti Selanjutnya, disarankan untuk mengganti variabel konvensional yang ditemukan tidak signifikan (seperti IPI atau M2) dengan variabel baru yang lebih relevan terhadap dinamika pasar modern. Penggunaan variabel berbasis teknologi finansial (*fintech*), sentimen media sosial, atau indeks keberlanjutan (*Environmental, Social, and Governance/ESG*) diprediksi mampu menangkap dinamika pasar modal syariah yang semakin efisien secara lebih komprehensif.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adewiyah, R., & Bawono, A. (2023). The Effect of Islamic Capital Market Instruments on Indonesia's Economic Growth is Moderated by The Money Supply. *ISLAMICONOMIC: Jurnal Ekonomi Islam*, 14(1), 73–96.
- Agustin, I. N., & Chan, T.-H. (2024). Exploring Diversification Opportunities Across Islamic Stocks, Bitcoin, Oil and Gold in Indonesia. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 14(11), 103–124.
- Ariccia, G. D., Igan, D., & Laeven, L. (2008). Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market. In *IMF Working Paper*.
- Artus, J. R. (1983). Towards a more orderly exchange rate system. *Finance & Development*, 20(1), 10–13.
- Baroroh, H., Azka, M. S. T., & Fifah, S. N. (2023). Oil Price Volatility And Macroeconomics, Does It Affect The Performance Of Islamic Stocks In The Jakarta Islamic Index? *AL-ARBAH: Journal of Islamic Finance and Banking*, 5(2), 125–150.
- Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2006). Is Gold a Hedge or a Safe Haven? An Analysis of Stocks, Bonds and Gold. *Integration The Vlsi Journal*, 8(182), 41–48.
- Bibow, J. (2005). Liquidity Preference Theory Revisited - To Ditch or to Build on it? In *Levy Economics Institute* (Issue 427).
- Bjørnland, H. C. (1989). The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances. *Discussion Papers, No. 174, Statistics Norway*, 79(4), 655–673.
- Bodie, Z. (1976). Common Stocks as a Hedge Against Inflation. *The Journal of Finance*, 31(2).
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). Investments. In *McGraw-Hill Education*. (Tenth Edit).
- Breuss, F. (2011). Global financial crisis as a phenomenon of stock market overshooting. *Empirica*, 38(1), 131–152.
- Calvo, G. A., Leiderman, L., & Reinhart, C. M. (1993). Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America The Role of External Factors. *IMF Staff Papers*, 40(1), 82–104.
- Chan, K., & Fong, W. M. (2000). Trade size, order imbalance, and the volatility-volume relation. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 247–273.
- Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market revisited. *Journal of Empirical Finance*, 13(2), 383–403.
- Dornbusch, R. (1976). Expectations and Exchange Rate Dynamics. *The Journal of Political Economy*, 84(6), 1161–1176.
- Doyin, S., & Ikechukwu, K. (2013). Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon? *The International Journal of Business and Finance Research*, 7(2), 239–259.
- Drygalla, A. (2023). Monetary policy in an oil-dependent economy in the presence of multiple shocks. *Review of World Economics*, 159(1), 185–214.
- Dyah Pekerti, R., & Ridwan, R. (2022). Penerapan Akad Mudharabah Dan

- Musyarakah Di Pasar Modal Syariah Indonesia. *Jurnal Ekonomi Perjuangan*, 4(1), 11–20.
- El-gamal, M. A. (2006). *Islamic Finance: Law, Economics, and Practice*. Cambridge University Press.
- Eldomiatty, T., Saeed, Y., Hammam, R., & AboulSoud, S. (2020). The associations between stock prices, inflation rates, interest rates are still persistent: Empirical evidence from stock duration model. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(49), 149–161.
- Fahmy, Y. A. F., & Kandil, M. (2003). The Fisher effect: New evidence and implications. *International Review of Economics and Finance*, 12(4), 451–465.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25, 383–417.
- Fama, E. F. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *American Economic Association*, 71(4), 545–565.
- Fama, E. F. (1990). Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity. *The Journal of Finance*, 45(4), 1089.
- Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), 1575.
- Fama, E. F., & Schwert, G. W. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 115–146.
- Foglie, A. D., & Panetta, I. C. (2020). Islamic stock market versus conventional: Are Islamic investing a ‘Safe Haven’ for investors? A systematic literature review. *Pacific Basin Finance Journal*, 64(May), 101435.
- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *The American Economic Review*, LVIII(March), 1–17.
- Fuertes, A. M., Phylaktis, K., & Yan, C. (2016). Hot money in bank credit flows to emerging markets during the banking globalization era. *Journal of International Money and Finance*, 60, 29–52.
- Geromichalos, A., Licari, J. M., & Suárez-Lledó, J. (2007). Monetary policy and asset prices. *Review of Economic Dynamics*, 10(4), 761–779.
- Ghosh, N., Varvares, C., & Morley, J. (2009). The effects of oil price shocks on output. *Business Economics*, 44(4), 220–228.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). Basic Econometrics. In *Introductory Econometrics: A Practical Approach* (Fifth Edit). Douglas Reiner.
- Gunariah, F., & Nurdiansyah, I. (2025). Analysis of Macroeconomic Effect on Jakarta Islamic Index. *Journal Ilmu Akuntansi Dan Bisnis Syariah*, 7(1), 86–97.
- Hamilton, J. D., Berger, A., Craine, R., Dickens, W., Engel, C., Engle, R., Flavin, M., Gilbert, R., Nichols, D., Riordan, M., Rothenberg, T., & Sims, C. (1983). Oil and the Macroeconomy since World War II. *Journal Of Political Economy*, 91(2), 228–248.
- Hasanudin. (2021). The Effect of Inflation, Exchange Rate, BI Rate and Dow Jones Index to Indonesia Composite Index in Indonesia Stock Exchange on the Year 2013-2018. *International Journal of Science and Society*, 3(3), 50–60.
- Hidayat, A. A., Hak, M. B., & Arkandia, L. D. (2023). Analisis Pengaruh Makro

- Ekonomi Terhadap Indeks Harga Saham Syariah Indonesia. *Jurnal Ilmu Ekonomi (JIE)*, 02(1), 109–116.
- Hikmah, A., & Selasi, D. (2025). Saham Syariah di Pasar Modal Indonesia. *Wawasan : Jurnal Ilmu Manajemen, Ekonomi Dan Kewirausahaan*, 3(1), 121–134.
- Husnah, S. S., Nugraha, D. P., & Rizal, S. (2022). Global Risk Factors and Macroeconomic Conditions Affect Jakarta Islamic Index (JII): Evidence from Indonesia. *Maliki Islamic Economics Journal*, 2(1), 38–49.
- Ilyas, S. R. (2022). Pengaruh Indikator Makroekonomi Terhadap Harga Saham Perusahaan (Studi pada Perusahaan yang Tercatat dalam Indeks LQ45). *Jurnal Ekonomi Manajemen Sistem Informasi*, 4(1), 93–105.
- Indari, Y. (2018). Pengaruh Kapitalisasi Jakarta Islamic Index (Jii) Dan Indeks Saham Syariah Indonesia (Issi) Terhadap Outstanding Sukuk Korporasi Di Indonesia Tahun 2015-2017. *Medina-Te*, 19(2), 90–107.
- Indarwati, S., & Widarjono, A. (2021). The Determinant of Indonesian Stock Returns' Volatility: Evidence from Islamic and Conventional Stock Market. *Shirkah: Journal of Economics and Business*, 6(3), 277–296.
- Indriyani, S., Cahyani, N. D., & Amaroh, S. (2023). The Jakarta Islamic Index (JII) Stock Price in Terms of Oil, Gold, and Exchange Rates. *Islamic Economics Journal*, 09(01), 83–100.
- Isard, P. (2006). Uncovered Interest Parity. *IMF Working Papers*, 06(96), 1–11.
- Jowey, G. F. M., Ferli, O., Wijaya, E., & Haryanti, E. (2024). Influence Herding and Loss Aversion to Stock Investment Decisions with Fear of Missing Out (FOMO) as a Mediating Variable in the Young Generation in Jakarta. *Greenation International Journal of Economics and Accounting*, 2(2), 189–201.
- Judijanto, L., Muslimat, A., Sudarmanto, E., & Nurhayadi, W. (2025). Analysis of the Performance of the Jakarta Islamic Index (JII) compared to the Composite Stock Price Index (CSPI). *West Science Islamic Studies*, 3(02), 111–117.
- Kazak, H., Saiti, B., Kılıç, C., Akcan, A. T., & Karataş, A. R. (2025). Impact of Global Risk Factors on the Islamic Stock Market: New Evidence from Wavelet Analysis. In *Computational Economics* (Vol. 65, Issue 6). Springer US.
- Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. In *Journal of the American Statistical Association* (Vol. 31, Issue 196).
- Kose, M. A., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. J. (2009). Financial globalization: A Reappraisal. In *IMF Staff Papers* (Vol. 56, Issue 1).
- Latifatunnisa, & Sudarsono, H. (2024). Macroeconomic Variables and the Indonesian Sharia Stock Index. *Journal of Islamic Economics and Finance Studies Volume*, 5(2), 273–291.
- Layaman, L., Abdul Wadud, A. M., Jaelani, A., & Mawaddah, Z. (2024). Macroeconomic Determinants of Islamic Stock Market Performance: An Analysis of Interest Rates, Inflation, Exchange Rates and Gold Prices. *Li Falah: Jurnal Studi Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 9(1), 15.
- Lee, C. C., & Zeng, J. H. (2011). The impact of oil price shocks on stock market activities: Asymmetric effect with quantile regression. *Mathematics and Computers in Simulation*, 81(9), 1910–1920.

- Lim, K. P., & Brooks, R. (2011). The evolution of stock market efficiency over time: A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys*, 25(1), 69–108.
- Lo, A. W. (2004). The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective. *Journal of Portfolio Management*.
- Lutfiyah, A., Raharjo, D. P., & Ghozali, L. (2022). Implementasi Fatwa Dewan Syariah Nasional - Majelis Ulama Indonesia (DSN–MUI) Terhadap Pasar Modal Syariah di Pasar Modal Syariah Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 8(3), 3434.
- Malkiel, B. G. (2003). *The Efficient Market Hypothesis and Its Critics* (Issue 91).
- Mankiw, N. G. (2011). *Principles of Economics* (Sixth Edit). Cengage Learning.
- Mansour Nomran, N., Laallam, A., Haron, R., Kashi, A., Hossen Shaikh, Z., & Abey, J. (2024). The Impact of the Cryptocurrency Market on Islamic vs. Conventional Stock Returns: Evidence from Gulf Cooperation Council Countries. *Journal of Risk and Financial Management*, 17(7).
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Marpaung, N. N., & Pangestuti, I. R. D. (2024). Macroeconomic Factors and Jakarta Stock Exchange: A Comparative Analysis Pre- and Until the COVID-19 Pandemic. *SAGE Open*, 14(2), 1–15.
- Masykuroh, E. (2018). *Teori Ekonomi Mikro Islami*. CV Nata Karya.
- Mishkin, F. S. (2016). *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Pearson.
- Muan, Q., & Susilo, E. (2022). Pengaruh Makroekonomi Terhadap Pergerakan Indeks Harga Saham Pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode Mei 2015-Mei 2021. *JASIE-Journal of Aswaja and Islamic Economics*, 01(01), 28–44.
- Muarif, I., Anwar, N., & Arintoko, A. (2024). Pengaruh Indeks Produksi Industri, Suku Bunga dan Kurs terhadap Indeks Harga Saham Syariah Jakarta Islamic Index. *El-Jizya : Jurnal Ekonomi Islam*, 12(2), 203–220.
- Muchtar, E. H. (2019). Shariah Stock Screening Process: Perspectives on Sharia Economics and Practitioners. *Ad Deenar: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 3(2), 177–186.
- Mufid, A. K., & Rosyidah, N. (2024). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Harga Saham Pada Jakarta Islamic Index 70. *Journal of Financial Economics & Investment*, 4(2), 83–92.
- Pagliari, M. S., & Hannan, S. A. (2017). *The Volatility of Capital Flows in Emerging Markets: Measures and Determinants*.
- Pantas, P. E. (2017). Guncangan Variabel Makroekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index (JII). *Cakrawala: Jurnal Studi Islam*, 12(1), 28–43.
- Pardiansyah, E. (2017). Investasi dalam Perspektif Ekonomi Islam: Pendekatan Teoritis dan Empiris. *Economica: Jurnal Ekonomi Islam*, 8(2), 337–373.
- Persons, W. M. (1911). Review: Fisher's "The Purchasing Power of Money." *Publications of the American Statistical Association*, 12(96), 818–829.
- Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(3), 289–

326.

- Prehatin, D., & Haryono, S. (2024). The Influence of Macroeconomic Variables on the Jakarta Islamic Index JII: an Analysis from 2010 to 2023. *JEBIS : Journal of Islamic Economics and Business*, 10(2), 245–264.
- Putri, J., Mahmudah, L., & Saidah. (2024). Investasi dalam Perspektif Islam Prinsip Etika dan Peluang. *Islamologi : Jurnal Ilmiah Keagamaan*, 1(2), 1–17.
- Rachmawaty. (2024). The Impact of Macroeconomic and Monetary Policy to Indonesian Islamic Index. *ISLAMICONOMIC: Jurnal Ekonomi Islam*, 15(2), 123–136.
- Ramli, M. R., Masbar, R., Shabri Majid, M. A., & Djalil, M. A. (2021). The Effect of Macroeconomic Variables on Sharia and Conventional Market Shares in Indonesia. *Journal of Archaeology of Egypt/Egyptology*, 18(1), 3450–3466.
- Rebelo, S. (2005). RBC Models: Past, Present, Future. *Scandinavian Journal of Economics*, 107(2), 217–238.
- Robiyanto, R., Nugroho, B. A., Huruta, A. D., Frensidy, B., & Suyanto, S. (2021). Identifying the role of gold on sustainable investment in Indonesia: The dcc-garch approach. *Economies*, 9(3), 1–14.
- Rosidah, R., & Negarawati, E. (2025). Sharia Investment: The Best Choice Or Burden In The Future. *Wawasan : Jurnal Ilmu Manajemen, Ekonomi Dan Kewirausahaan*, 3(1), 108–120.
- Rusydiana, A. S., Prakoso, D., & Ikhwan, I. (2022). Macroeconomic Variables, Global Stock, and Financial Sector Stock Indices in Indonesia. *Management and Sustainability*, 1(1).
- Santoso, Y. W. (2018). Penyebab Krisis Finansial Global tahun 2008: Kegagalan Financial Development dalam Mendorong Pertumbuhan dan Stabilitas Ekonomi. *Jurnal Hubungan Internasional*, 11(1), 155.
- Sanusi, M., Jihad, J., & Mawardi, I. (2020). Impact of Macroeconomic Variabel and Global Indices on Islamic Stock Index: The Case Indonesia. *Ihtifaz: Journal of Islamic Economics, Finance, and Banking*, 4(1), 45.
- Sari, L. P., Mutohari, R., Sari, R. N., Studi, P., Syariah, E., Islam, U., Sultan, N., & Hasanuddin, M. (2025). *Dampak Krisis Keuangan Global Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia*.
- Selasi, D., & Hernawati, R. (2024). Perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia: Potensi, Tantangan, dan Regulasi dalam Investasi Berbasis Syariah. *Jurnal Ekonomi, Bisnis Dan Manajemen*, 3(4), 171–185.
- Septiari, T. W., Taufik, M. R., Afif, M., & Masrifah, A. R. (2020). Analysis of Macroeconomics Factor Affecting Jakarta Islamic Index. *Proceedings Of the 7th ASEAN Universities International Conference on Islamic Finance (7th AICIF2019)*, 19–22.
- Sepvira, S. (2024). *Dinamika Pasar Modal Syariah : Analisis Pergerakan Saham Dalam Konteks Ekonomi Global*. 2(2), 1–8.
- Sharpe, S. A. (2000). *Reexamining Stock Valuation and Inflation : The Implications of Analysts ' Earnings Forecasts* (Federal Reserve Board Working Paper Series).
- Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*. Princeton University Press.
- Sholiha, I. (2023). Perkembangan Pasar Modal Syariah Dalam Menghadapi

- Ancaman Resesi Ekonomi Global Pasca Pandemi Covid 19. *Al-Tsaman : Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam*, 4(02), 100–113.
- Sia, P. C., Puah, C. H., Leong, C. M., Yii, K. J., & Tang, M. M. J. (2024). Does inflation or interest rate matter to Indonesian stock prices? An asymmetric approach. *Journal of Economics and Development*, 27(1), 72–86.
- Simarmata, G. M. (2013). Indonesia's Rupiah and Capital Market Correlation Risk Study for Macroprudential Policy to Prevent Systemic Risk. In *SSRN Electronic Journal*.
- Suidarma, I. M., Sanica, I. G., Ayu, P. C., & Diatmika, I. G. N. D. (2018). Overshooting Indonesian Rupiah's Exchange Rate towards US Dollar: Dornbusch Model Hypotheses Test. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(5), 52–58.
- Surury, N. A., Nurwahidin, & Nafisah, I. A. (2025). Comparison of Islamic and Conventional Financial Systems: Advantages, Disadvantages and Integration Prospects. *International Journal of Integrative Research*, 3(2), 91–102.
- Syifa, & Amri. (2024). Ketahanan Jakarta Islamic Index Terhadap Resesi Global. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Islam*, 6(1), 135–161.
- Syiffa, M. A., & Octovian, R. (2024). Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, dan Suku Bunga terhadap Indeks Harga Saham Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2016-2023. *Jurnal Disrupsi Bisnis*, 7(4), 703–709.
- Verma, R., & Verma, P. (2005). Do Emerging Equity Markets Respond Symmetrically to US Market Upturns and Downturns? Evidence from Latin America. *International Journal of Business and Economics*, 4(3), 193–208.
- Waluyo, D. E., Astuti, S. D., & Goh, G. G. G. (2023). The Optimum Portfolio of Sharia Stocks in Indonesia. *Ikonomika*, 8(2), 267–282.
- Wati, R., & Fasa, M. I. (2024). Manajemen Risiko Likuiditas: Jaminan Keberlanjutan dan Ketahanan Bank Syariah di Era Krisis Moneter. *MAMEN (Jurnal Manajemen)*, 3(4), 389–402.
- Widarjono, A. (2023). *Aplikasi Ekonometrika untuk Penelitian Keuangan Islam*. UPP STIM YKPN Yogyakarta.
- Widiyanti, M., & Sari, N. (2019). Kajian Pasar Modal Syariah Dalam Mempengaruhi Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia. *Journal of Economic, Management, Business, Accounting Sustainability*, 19(1), 21–30.
- Xiao, S. (2023). Too Big to Fail: An Analysis of Systemic Risk in the 2008 Financial Crisis. *Proceedings of the 7th International Conference on Economic Management and Green Development*, 34(1), 146–152.

## LAMPIRAN

Hasil uji estimasi model 2014-2024

Dependent Variable: JII\_Y

Method: ARDL

Date: 02/15/26 Time: 13:07

Sample: 2015M02 2024M12

Included observations: 119

Dependent lags: 4 (Automatic)

Automatic-lag linear regressors (4 max. lags): IPI\_X1 SB\_X2  
KURS\_X3

M2\_X4 INF\_X5 OIL\_X6 GOLD\_X7 DJIA\_X8 BTC\_X9  
DUMMY\_COVID19

Deterministics: Restricted constant and no trend (Case 2)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Number of models evaluated: 39062500

Selected model: ARDL(2,0,1,1,3,4,0,4,4,1,4)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
JII_Y(-1)	0.743258	0.102937	7.220505	0.0000
JII_Y(-2)	-0.169872	0.092377	-1.838895	0.0695
IPI_X1	0.000482	0.000532	0.906212	0.3674
SB_X2	0.135062	0.043304	3.118892	0.0025
SB_X2(-1)	-0.120990	0.042118	-2.872617	0.0052
KURS_X3	-0.990434	0.199906	-4.954499	0.0000
KURS_X3(-1)	0.312640	0.214530	1.457326	0.1488
M2_X4	-0.070379	0.303672	-0.231761	0.8173
M2_X4(-1)	-0.089115	0.336375	-0.264929	0.7917
M2_X4(-2)	-0.228756	0.322998	-0.708229	0.4808
M2_X4(-3)	0.580061	0.283078	2.049122	0.0436
INF_X5	0.010409	0.010569	0.984845	0.3275
INF_X5(-1)	0.016654	0.013537	1.230216	0.2221
INF_X5(-2)	-0.003864	0.011317	-0.341429	0.7336
INF_X5(-3)	-0.007053	0.010562	-0.667768	0.5061
INF_X5(-4)	-0.018135	0.007585	-2.390966	0.0190
OIL_X6	-0.000693	0.027849	-0.024881	0.9802
GOLD_X7	-0.195382	0.096656	-2.021422	0.0464
GOLD_X7(-1)	0.190446	0.120423	1.581478	0.1175
GOLD_X7(-2)	0.014759	0.112536	0.131154	0.8960
GOLD_X7(-3)	0.070011	0.117149	0.597625	0.5517
GOLD_X7(-4)	-0.227742	0.091038	-2.501615	0.0143
DJIA_X8	0.039480	0.072487	0.544652	0.5874
DJIA_X8(-1)	-0.148999	0.075484	-1.973917	0.0517
DJIA_X8(-2)	-0.061399	0.076276	-0.804956	0.4231

DJIA_X8(-3)	-0.012194	0.069534	-0.175373	0.8612
DJIA_X8(-4)	-0.170792	0.064713	-2.639232	0.0099
BTC_X9	0.014594	0.018392	0.793531	0.4297
BTC_X9(-1)	0.028257	0.019406	1.456102	0.1491
DUMMY_COVID1				
9	-0.045040	0.028547	-1.577772	0.1184
DUMMY_COVID1				
9(-1)	0.074766	0.039503	1.892647	0.0618
DUMMY_COVID1				
9(-2)	-0.082425	0.037247	-2.212904	0.0296
DUMMY_COVID1				
9(-3)	0.006715	0.037282	0.180110	0.8575
DUMMY_COVID1				
9(-4)	0.053359	0.029076	1.835145	0.0700
C	10.40133	2.164554	4.805297	0.0000
<hr/>				
R-squared	0.954865	Mean dependent var	6.425908	
Adjusted R-squared	0.936596	S.D. dependent var	0.126539	
S.E. of regression	0.031863	Akaike info criterion	-3.814824	
Sum squared resid	0.085280	Schwarz criterion	-2.997435	
Log likelihood	261.9820	Hannan-Quinn criter.	-3.482908	
F-statistic	52.26696	Durbin-Watson stat	2.117836	
Prob(F-statistic)	0.000000			

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

uji kointegrasi 2014-2024

Null hypothesis: No levels relationship  
Number of cointegrating variables: 10  
Trend type: Rest. constant (Case 2)  
Sample size: 119

Test Statistic	Value
F-statistic	3.858048

	10%		5%		1%	
Sample Size	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)	I(0)	I(1)
Asymptotic	1.760	2.770	1.980	3.040	2.410	3.610

\*\*\* Finite sample critical values are valid up to 7 error-correction variables.

uji autokorelasi 2014-2024

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.669205	Prob. F(2,82)	0.5149
Obs*R-squared	1.911134	Prob. Chi-Square(2)	0.3846

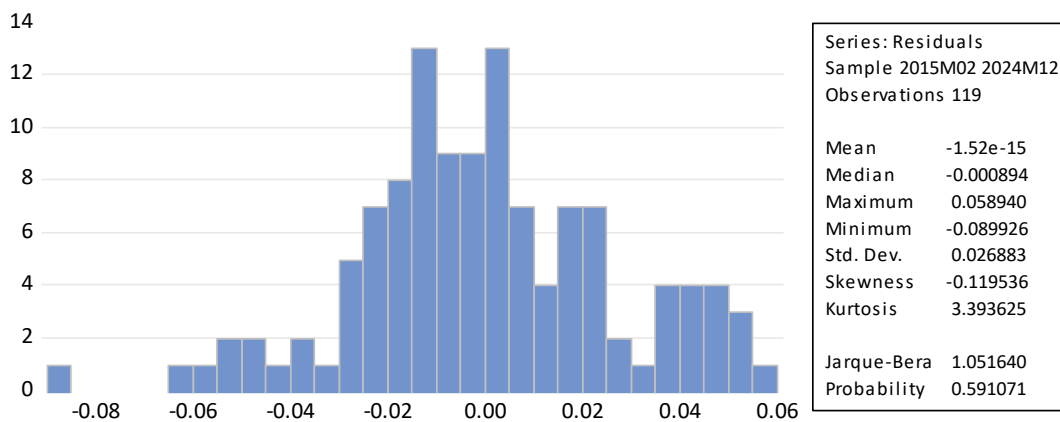
uji heterokedastisitas 2014-2024

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

Null hypothesis: Homoskedasticity

F-statistic	1.309245	Prob. F(34,84)	0.1610
Obs*R-squared	41.21879	Prob. Chi-Square(34)	0.1841
Scaled explained SS	24.58023	Prob. Chi-Square(34)	0.8822

uji normalitas 2014-2024



Uji ramsey test 2014-2024

Ramsey RESET Test

Equation: EQ01

Omitted Variables: Squares of fitted values

Specification: JII\_Y JII\_Y(-1) JII\_Y(-2) IPI\_X1 SB\_X2 SB\_X2(-1) KURS\_X3

KURS\_X3(-1) M2\_X4 M2\_X4(-1) M2\_X4(-2) M2\_X4(-3)

INF\_X5 INF\_X5(-1)

INF\_X5(-2) INF\_X5(-3) INF\_X5(-4) OIL\_X6 GOLD\_X7

GOLD\_X7(-1)

GOLD\_X7(-2) GOLD\_X7(-3) GOLD\_X7(-4) DJIA\_X8  
 DJIA\_X8(-1)  
 DJIA\_X8(-2) DJIA\_X8(-3) DJIA\_X8(-4) BTC\_X9  
 BTC\_X9(-1)  
 DUMMY\_COVID19 DUMMY\_COVID19(-1)  
 DUMMY\_COVID19(-2)  
 DUMMY\_COVID19(-3) DUMMY\_COVID19(-4) C

	Value	df	Probability
t-statistic	2.220705	83	0.0291
F-statistic	4.931529	(1, 83)	0.0291
Likelihood ratio	6.868421	1	0.0088

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.004783	1	0.004783
Restricted SSR	0.085280	84	0.001015
Unrestricted SSR	0.080497	83	0.000970

LR test summary:

	Value
Restricted LogL	261.9820
Unrestricted LogL	265.4163

hasil estimasi jangka pendek 2014-2024

Dependent Variable: D(JII\_Y)

Method: ARDL

Date: 02/15/26 Time: 13:07

Sample: 2015M02 2024M12

Included observations: 119

Dependent lags: 4 (Automatic)

Automatic-lag linear regressors (4 max. lags): IPI\_X1 SB\_X2

KURS\_X3

M2\_X4 INF\_X5 OIL\_X6 GOLD\_X7 DJIA\_X8 BTC\_X9

DUMMY\_COVID19

Deterministics: Restricted constant and no trend (Case 2)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Number of models evaluated: 39062500

Selected model: ARDL(2,0,1,1,3,4,0,4,4,1,4)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ*	-0.426615	0.058958	-7.235968	0.0000

D(JII_Y(-1))	0.169872	0.080583	2.108051	0.0377
D(SB_X2)	0.135062	0.029340	4.603314	0.0000
D(KURS_X3)	-0.990434	0.161135	-6.146596	0.0000
D(M2_X4)	-0.070379	0.236837	-0.297164	0.7670
D(M2_X4(-1))	-0.351304	0.221865	-1.583417	0.1167
D(M2_X4(-2))	-0.580061	0.223668	-2.593400	0.0110
D(INF_X5)	0.010409	0.008803	1.182449	0.2400
D(INF_X5(-1))	0.029051	0.008209	3.538951	0.0006
D(INF_X5(-2))	0.025188	0.007119	3.538037	0.0006
D(INF_X5(-3))	0.018135	0.006738	2.691238	0.0084
D(GOLD_X7)	-0.195382	0.075821	-2.576880	0.0115
D(GOLD_X7(-1))	0.142971	0.077929	1.834641	0.0697
D(GOLD_X7(-2))	0.157731	0.083200	1.895807	0.0610
D(GOLD_X7(-3))	0.227742	0.080152	2.841368	0.0055
D(DJIA_X8)	0.039480	0.058503	0.674838	0.5014
D(DJIA_X8(-1))	0.244385	0.075835	3.222601	0.0017
D(DJIA_X8(-2))	0.182987	0.062801	2.913747	0.0045
D(DJIA_X8(-3))	0.170792	0.055997	3.050025	0.0030
D(BTC_X9)	0.014594	0.015909	0.917367	0.3613
D(DUMMY_COVID 19)	-0.045040	0.025038	-1.798909	0.0752
D(DUMMY_COVID 19(-1))	0.022351	0.024938	0.896277	0.3724
D(DUMMY_COVID 19(-2))	-0.060074	0.023843	-2.519516	0.0134
D(DUMMY_COVID 19(-3))	-0.053359	0.024542	-2.174174	0.0322
R-squared	0.607714	Mean dependent var	-0.003275	
Adjusted R-squared	0.512739	S.D. dependent var	0.042922	
S.E. of regression	0.029961	Akaike info criterion	-3.999698	
Sum squared resid	0.085280	Schwarz criterion	-3.439203	
Log likelihood	261.9820	Hannan-Quinn criter.	-3.772099	
F-statistic	6.398704	Durbin-Watson stat	2.117836	
Prob(F-statistic)	0.000000			

\* p-values are incompatible with t-Bounds distribution.

hasil estimasi jangka panjang 2014-2024

Variable *	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IPI_X1	0.001131	0.001204	0.939042	0.3498
SB_X2(-1)	0.032986	0.027505	1.199293	0.2330
KURS_X3(-1)	-1.588771	0.399092	-3.980961	0.0001
M2_X4(-1)	0.449608	0.291268	1.543622	0.1256

INF_X5(-1)	-0.004662	0.011459	-0.406813	0.6850
OIL_X6	-0.001624	0.065312	-0.024869	0.9802
GOLD_X7(-1)	-0.346700	0.132609	-2.614458	0.0102
DJIA_X8(-1)	-0.829564	0.259526	-3.196453	0.0018
BTC_X9(-1)	0.100446	0.027143	3.700642	0.0003
DUMMY_COVID1				
9(-1)	0.017285	0.050023	0.345549	0.7304
C	24.38107	2.705462	9.011796	0.0000

---

Note: \* Coefficients  
derived from the  
CEC regression.