

## PENGARUH FAKTOR MAKROEKONOMI TERHADAP KINERJA INDEKS JII30 TAHUN 2015-2024: PENDEKATAN VECM

Firda Safitri<sup>1\*</sup>, Yuni Astuti<sup>2</sup>

<sup>1,2</sup>UIN Raden Mas Said Surakarta, Surakarta, Indonesia  
[firdasafitri7@gmail.com](mailto:firdasafitri7@gmail.com)<sup>1\*</sup>, [yuni.astuti@staff.uinsaid.ac.id](mailto:yuni.astuti@staff.uinsaid.ac.id)<sup>2</sup>

### ABSTRAK

Penelitian Penelitian ini menganalisis pengaruh faktor-faktor makroekonomi terhadap kinerja Jakarta Islamic Index 30 (JII30) selama periode 2015–2024. Variabel makroekonomi yang digunakan meliputi nilai tukar, jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga, dan harga emas dunia. Data yang digunakan merupakan data sekunder bulanan yang diperoleh dari Badan Pusat Statistik (BPS), Bank Indonesia (BI), Bursa Efek Indonesia (BEI), dan World Gold Council (WGC). Metode analisis yang diterapkan adalah Vector Error Correction Model (VECM) setelah dilakukan uji stasioneritas, uji lag optimal, dan uji kointegrasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang nilai tukar dan inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap JII30, sedangkan jumlah uang beredar dan suku bunga berpengaruh positif dan signifikan. Sementara itu, harga emas dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap JII30. Dalam jangka pendek, seluruh variabel makroekonomi tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap JII30. Hasil penelitian ini memberikan implikasi bagi investor dalam mengambil keputusan investasi pada saham syariah serta bagi regulator dalam menjaga stabilitas makroekonomi guna mendukung perkembangan pasar modal syariah di Indonesia.

**Kata Kunci:** JII30, Makroekonomi, VECM

### ABSTRACT

*This study analyzed the effect of macroeconomic factors on the performance of the Jakarta Islamic Index 30 (JII30) during the period 2015–2024. The macroeconomic variables included the exchange rate, money supply, inflation, interest rate, and world gold price. Monthly secondary data were obtained from the Central Bureau of Statistics (BPS), Bank Indonesia (BI), the Indonesia Stock Exchange (IDX), and the World Gold Council (WGC). The data were analyzed using the Vector Error Correction Model (VECM) after conducting stationarity, optimal lag, and cointegration tests. The results indicated that in the long run, the exchange rate and inflation had a negative and significant effect on JII30, while the money supply and interest rate had a positive and significant effect. Meanwhile, the world gold price had no significant effect on JII30. In the short run, all macroeconomic variables did not significantly affect JII30. The findings of this study provided implications for investors in making investment decisions in Islamic stocks and for policymakers in maintaining macroeconomic stability to support the development of the Islamic capital market in Indonesia*

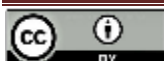
*Keywords:* JII30, Macroeconomic, VECM

### PENDAHULUAN

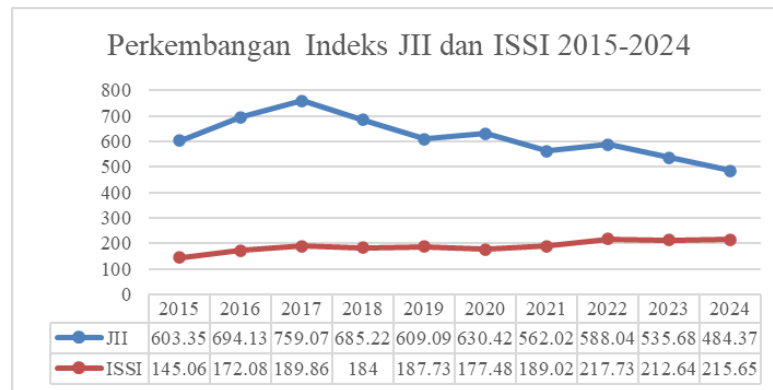
Pasar modal dunia menunjukkan tren pertumbuhan yang konsisten dan berkontribusi terhadap kegiatan ekonomi. World Bank (2025) melaporkan bahwa pembiayaan melalui pasar modal di negara berkembang meningkat sejak 1990 serta mendorong investasi, penciptaan lapangan kerja, dan pembangunan ekonomi. Sejalan dengan itu, pasar modal Indonesia juga mencatat kinerja positif. Bursa Efek Indonesia melaporkan kapitalisasi pasar meningkat dari Rp11.378,66 triliun pada 2023 menjadi

Rp12.335,83 triliun pada 2024, dengan pertumbuhan jumlah emiten dan investor ritel hingga 14,8 juta SID (Bursa Efek Indonesia, 2024). Data tersebut menegaskan peran pasar modal dalam pembiayaan ekonomi nasional

Seiring pertumbuhan tersebut, pasar modal syariah juga mengalami peningkatan, baik dari sisi jumlah emiten maupun nilai kapitalisasi. Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2024 mencatat terdapat 679 saham syariah dengan nilai efek Rp6.825,31 triliun atau 55,33% dari total kapitalisasi pasar nasional (KNEKS, 2025).



Meskipun demikian, dari sisi kinerja, beberapa indeks saham syariah menunjukkan tren fluktuatif dalam beberapa tahun terakhir.



**Gambar 1. Perkembangan indeks JII dan ISSI tahun 2015 – 2024**

Sumber: Investing.com, data diolah peneliti (2025)

Berdasarkan Gambar 1, pergerakan indeks JII dan ISSI mengalami pergerakan yang cukup tajam. Indeks JII sempat mencapai level tertinggi sebesar 759,07 pada 2017, kemudian menurun menjadi 484,37 di akhir 2024. Sementara itu, ISSI meningkat dari 150,35 pada 2015 menjadi 217,73 pada 2022, lalu sedikit turun ke 215,65 di tahun 2024.

Meskipun kapitalisasi pasar saham syariah di Indonesia terus mengalami peningkatan, kondisi tersebut tidak selalu diikuti oleh kenaikan kinerja indeks JII30. Peningkatan kapitalisasi pasar syariah terjadi karena jumlah saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia terus bertambah dan partisipasi investor pasar modal syariah juga mengalami peningkatan. Data Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa jumlah saham syariah dalam ISSI meningkat dari 365 saham pada tahun 2018 menjadi 641 saham pada tahun 2024, sehingga mendorong kenaikan kapitalisasi pasar saham syariah secara keseluruhan (KNEKS, 2025).

Namun, JII30 hanya terdiri dari 30 saham syariah unggulan dengan kapitalisasi pasar besar dan tingkat likuiditas tinggi. Oleh karena itu, pergerakan JII30 sangat dipengaruhi oleh perubahan harga saham perusahaan-perusahaan besar yang menjadi konstituen dalam indeks tersebut. Ketika beberapa saham unggulan mengalami penurunan harga, indeks JII30 dapat mengalami pelemahan meskipun kapitalisasi pasar saham syariah secara umum tetap meningkat. Dengan demikian, kenaikan kapitalisasi pasar syariah mencerminkan perkembangan pasar modal syariah secara umum, sedangkan penurunan JII30 menunjukkan melemahnya performa saham-saham syariah

unggulan yang tergabung dalam indeks tersebut (Bangun et al., 2023).

Perubahan kinerja saham tersebut tidak dapat dipisahkan dari pengaruh faktor eksternal seperti kondisi makroekonomi dan harga komoditas global, yang mencerminkan situasi perekonomian secara umum (Kazak et al., 2025). Salah satu indikator ekonomi yang banyak dianalisis adalah pergerakan nilai mata uang. Haris et al. (2024), menjelaskan bahwa perubahan nilai mata uang dapat memengaruhi aktivitas ekonomi. Hubungan tersebut dapat diamati melalui perbandingan nilai rupiah terhadap mata uang internasional, khususnya dolar Amerika Serikat (Putri & Putri, 2023). Pelemahan mata uang domestik cenderung diikuti oleh penguatan pasar saham, sedangkan apresiasi mata uang

Sejalan dengan hal tersebut, peningkatan uang beredar dapat melemahkan nilai tukar rupiah, menekan suku bunga, dan mendorong inflasi, sehingga menurunkan imbal hasil saham serta mengurangi minat investor. Kondisi ini pada akhirnya memengaruhi pergerakan indeks pasar modal (Khrisdayanti & Manunggal, 2024).

Suku bunga dan inflasi juga memiliki peran penting. Kazak et al. (2025), menjelaskan bahwa penurunan suku bunga deposito dapat menekan laba perbankan sehingga dividen yang diterima investor ikut menurun. Sedangkan menurut Folorunso (2023) nilai tukar yang tinggi, kapasitas industri yang belum optimal, serta mahalnya suku bunga pinjaman dapat memperlambat pertumbuhan ekonomi. Namun, dibandingkan faktor lainnya, inflasi dinilai paling berpengaruh karena berdampak langsung pada tingkat keuntungan yang diperoleh investor (Hasyim et al., 2024).

Harga emas juga berkaitan dengan dinamika pasar saham. Sebagai aset yang banyak dipilih investor, emas digunakan sebagai sarana perlindungan nilai disaat kondisi ekonomi tidak menentu, terutama untuk tujuan diversifikasi portofolio (Ryan et al., 2024). Perubahan harga emas yang relatif fluktuatif menjadikannya alternatif investasi di luar saham. Temuan penelitian menunjukkan bahwa kenaikan harga emas mendorong pergeseran dana ke instrumen tersebut sehingga menekan indeks saham syariah. (Oktariansyah et al., 2023).

Beberapa penelitian terdahulu telah banyak dilakukan, namun hasilnya masih beragam hubungan antara pengaruh nilai tukar, jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga, serta harga emas dunia terhadap saham. Beberapa studi menunjukkan pengaruh positif dan signifikan, antara lain Maulidha et al. (2025) menggunakan pendekatan regresi linier berganda pada variabel nilai tukar, Sia (2023) melalui metode *Nonlinear Autoregressive Distributed Lags* (NARDL) pada inflasi, Putri et al. (2025) dengan pendekatan regresi linier berganda pada jumlah uang beredar, Arifin & Khalifaturfiah (2023) melalui regresi linier berganda pada suku bunga, serta Mahendra et al. (2022) dengan pendekatan regresi linier berganda pada harga emas.

Di sisi lain, penelitian lain menemukan pengaruh negatif, antara lain Mufid & Rosyidah (2024) melalui regresi linier berganda pada nilai tukar, Martalena et al. (2023) melalui regresi linier berganda pada inflasi, Khrisdayanti & Manunggal (2024) menggunakan regresi linier berganda pada jumlah uang beredar, Pamba (2025) dengan metode *Nonlinear Autoregressive Distributed Lags* (NARDL) pada suku bunga, serta Chkili (2022) menggunakan pendekatan *Vector Auto-Regression* dan *Markov Switching VAR* pada harga emas.

Berdasarkan kondisi tersebut, penelitian ini mengkaji ulang pengaruh variabel makroekonomi terhadap pasar saham syariah di Indonesia dengan fokus pada Jakarta Islamic Index (JII) periode 2015–2024. Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang umumnya menggunakan periode lebih singkat atau indeks saham syariah secara umum, penelitian ini menitikberatkan pada JII dengan pendekatan *Vector Error Correction Model* (VECM). Pendekatan ini digunakan untuk menganalisis arah dan kekuatan hubungan jangka pendek maupun jangka panjang antara variabel makroekonomi dan JII. Hasil penelitian diharapkan dapat memberikan gambaran yang

lebih komprehensif mengenai dinamika pasar saham syariah serta menjadi referensi bagi investor, akademisi, dan pembuat kebijakan.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Efficient Market Hypothesis

Teori Efficient Market Hypothesis (EMH) yang dikemukakan oleh Eugene F. Fama (1970) menjelaskan bahwasannya pasar modal dikategorikan efisien apabila nilai saham telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia, sehingga investor tidak memiliki peluang untuk mendapatkan profit di atas normal secara konsisten. Efisiensi pasar tercipta ketika investor bertindak rasional, informasi dapat diakses secara merata, dan pasar bergerak secara cepat terhadap setiap informasi terbaru. Berdasarkan tingkat informasi yang tercermin dalam harga saham, EMH dibedakan menjadi efisiensi bentuk lemah, setengah kuat, dan kuat (Hartono, 2017).

### Arbitrage Pricing Theory

Arbitrage Pricing Theory (APT) atau Teori Penetapan Harga Arbitrase merupakan model penilaian yang diperkenalkan oleh Stephen A. Ross (1976). APT merupakan salah satu pendekatan dalam penentuan harga aset yang dikembangkan untuk menjelaskan hubungan antara tingkat pengembalian (*return*) suatu sekuritas dengan berbagai faktor risiko yang memengaruhinya. APT termasuk model multifaktor yang menghitung *return* dengan mempertimbangkan pengaruh dan sensitivitas faktor-faktor makroekonomi terhadap harga saham (Adnyana, 2020).

### Teori Portofolio

Teori portofolio yang dikembangkan oleh Markowitz (1952) menjelaskan bahwa hubungan antara risiko dan tingkat pengembalian (*return*) merupakan dasar dalam pengambilan keputusan investasi. Investor yang rasional akan mempertimbangkan keseimbangan antara keduanya untuk memperoleh hasil yang optimal (Adnyana, 2020).

Menurut Adnyana (2020), teori portofolio menekankan bahwa risiko dapat diminimalkan melalui diversifikasi investasi, yaitu dengan mengombinasikan berbagai jenis aset keuangan agar defisit yang ada pada satu aset dapat diatasi oleh keuntungan dari aset lainnya. Dengan demikian, portofolio yang efisien adalah portofolio yang mampu memberikan *return* paling tinggi untuk risiko tertentu atau meminimalkan kerugian untuk tingkat pengembalian tertentu.

### Indeks Harga Saham



Menurut Alamsyahbana et al. (2024), indeks harga saham digunakan untuk melihat perubahan harga saham yang terjadi di pasar. Pergerakan indeks dapat menunjukkan kondisi pasar. Informasi tersebut nantinya yang akan menjadi dasar bagi investor dalam mengambil langkah investasi.

Dalam pasar modal Indonesia terdapat berbagai jenis indeks saham, salah satunya adalah Jakarta Islamic Index (JII). JII adalah indeks saham syariah yang beranggotakan 30 emiten dengan tingkat likuiditas tinggi dan kapitalisasi pasar yang besar. Emiten yang masuk dalam JII30 adalah perusahaan yang kegiatan usahanya tidak berlawanan dengan prinsip-prinsip syariah Islam (Alamsyahbana et al., 2024).

### **Makroekonomi**

Menurut Atmodjo et al. (2023), makroekonomi yaitu ilmu yang mempelajari perekonomian secara keseluruhan melalui variabel makroekonomi seperti nilai tukar, inflasi, pendapatan nasional, suku bunga, serta pengangguran. Permasalahan perekonomian yang dibahas dalam makroekonomi cukup luas dan saling berkaitan. Fokus utamanya adalah interaksi antar pasar utama dalam perekonomian, yaitu sektor barang, sektor tenaga kerja, pasar uang, dan pasar modal. Dengan demikian, teori makroekonomi melihat bagaimana pasar-pasar tersebut bekerja secara keseluruhan dan saling memengaruhi. Dalam penelitian ini variable makroekonomi yang akan digunakan yaitu nilai tukar, inflas, suku bunga, jumlah uang beredar, dan harga emas dunia.

### **Nilai Tukar**

Menurut Abadi (2022), nilai tukar menggambarkan perbandingan nilai antara mata uang dalam negeri dan mata uang asing. Pergerakan kurs yang tajam dapat berdampak pada aktivitas perdagangan internasional, tingkat inflasi, serta keputusan investasi. Fluktuasi tersebut dapat mengganggu stabilitas ekonomi dan meningkatkan ketidakpastian bagi pelaku usaha maupun investor.

Penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Maulidha et al. (2025), menemukan bahwasannya nilai tukar berhubungan positif dengan saham, artinya saat mata uang menguat, harga saham juga cenderung naik. Sementara itu, penelitian yang dilakukan oleh Pamba (2025) juga mengonfirmasi bahwa fluktuasi nilai tukar berdampak asimetris terhadap *return* saham. Ketika rupiah menguat, kinerja saham cenderung meningkat karena investor merasa lebih percaya

diri terhadap stabilitas ekonomi, sedangkan saat rupiah melemah, *return* saham justru menurun dalam jangka panjang.

Namun penelitian yang berbeda ditunjukkan oleh Mufid & Rosyidah (2024) nilai tukar berpengaruh negatif terhadap indeks saham termasuk Jakarta Islamic Index. Ketika nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing melemah, indeks harga saham syariah di Jakarta Islamic Index juga mengalami pelemahan dikarenakan pergerakan nilai tukar direspon oleh pasar modal serta dijadikannya bahan pertimbangan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi

### **Jumlah Uang Beredar**

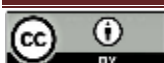
Menurut Abadi (2022), jumlah uang beredar merupakan banyaknya uang yang beredar di tengah masyarakat, baik dalam bentuk uang tunai maupun simpanan di bank. Uang beredar terdiri atas M1 dan M2, di mana M2 mencakup M1 serta simpanan berjangka. Perubahan jumlah uang beredar dipengaruhi oleh kebijakan moneter, aktivitas perbankan, tingkat pendapatan, suku bunga, dan harga barang, sehingga berpengaruh terhadap kestabilan perekonomian.

Putri et al. (2025) menemukan, bahwa pertumbuhan jumlah uang beredar memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap Indeks Harga Saham Syariah di Indonesia. Bertambahnya JUB dalam perekonomian mendorong aktivitas ekonomi dan membuka akses pendanaan yang lebih luas bagi perusahaan, sehingga kinerja perusahaan cenderung membaik. Kondisi tersebut kemudian meningkatkan ketertarikan investor untuk menanamkan modal di pasar saham dan berkontribusi terhadap kenaikan harga saham.

Namun, pandangan berbeda disampaikan oleh Khridayanti & Manunggal (2024) mengemukakan bahwa JUB justru berkaitan negatif dengan kinerja saham. Ketika suku bunga naik, biaya memegang uang tunai ikut meningkat sehingga investor lebih memilih menyimpan uangnya dibanding berinvestasi di saham, yang akhirnya menyebabkan penurunan harga saham di pasar.

### **Inflasi**

Menurut Rangkuty et al. (2024), inflasi merupakan kenaikan harga barang dan jasa secara umum yang terjadi secara berkelanjutan. Inflasi yang rendah dapat mendorong pertumbuhan ekonomi melalui peningkatan pendapatan nasional, sedangkan inflasi yang tinggi berpotensi menimbulkan ketidakstabilan ekonomi, kenaikan harga kebutuhan pokok, penurunan investasi, serta menurunnya kesejahteraan masyarakat.



Penelitian yang telah dilakukan oleh Sia et al. (2023) menunjukkan bahwasannya inflasi berpengaruh negatif terhadap nilai saham dalam jangka pendek maupun jangka panjang, dengan dampak yang tidak simetris. Artinya, baik kenaikan maupun penurunan inflasi dapat menurunkan harga saham, meskipun dengan tingkat pengaruh yang berbeda.

Di sisi lain, penemuan dari Martalena et al. (2023) menunjukan hasil yang berbeda, yaitu bahwa inflasi justru berpengaruh positif terhadap nilai saham. Temuan tersebut menjelaskan bahwa pada kondisi tertentu, investor cenderung membeli saham sebagai bentuk perlindungan terhadap menurunnya nilai mata uang (*hedging*), sehingga saham meningkat dan mendorong kenaikan *return*. Dengan demikian, saham dapat berfungsi sebagai instrumen lindung nilai terhadap inflasi.

### **Suku Bunga**

Menurut Abadi (2022), suku bunga merupakan persentase imbal hasil atas penggunaan dana dalam jangka waktu tertentu. Suku bunga terdiri atas suku bunga nominal dan riil, di mana suku bunga riil diperoleh dengan memperhitungkan pengaruh inflasi. Tingkat suku bunga yang rendah dapat mendorong peningkatan investasi dan kegiatan ekonomi.

Penelitian yang dilakukan oleh Arifin & Khalifaturrofiah (2023), menunjukkan bahwa suku bunga berpengaruh positif signifikan terhadap indeks saham, di mana kenaikan suku bunga dianggap sebagai sinyal kebijakan moneter yang mampu menjaga stabilitas ekonomi sehingga meningkatkan kepercayaan investor. Temuan ini menegaskan bahwa dalam kondisi tertentu, suku bunga dapat mendorong penguatan pasar saham, terutama pada perusahaan-perusahaan berkapitalisasi besar.

Selanjutnya, penelitian Pamba (2025), menghasilkan penemuan bahwa suku bunga berpengaruh asimetris mengenai pengembalian saham di Afrika Selatan, di mana penurunan suku bunga memberikan dampak positif yang lebih besar dibandingkan kenaikan suku bunga. Dengan ini menjelaskan bahwa pasar saham lebih responif terhadap kebijakan moneter yang longgar. Meskipun terdapat respon yang berbeda antara kenaikan dan penurunan suku bunga terhadap pasar saham (bersifat asimetris), secara umum hubungan keduanya bersifat negatif.

### **Harga Emas Dunia**

Teori portofolio menjelaskan pentingnya diversifikasi untuk mengurangi risiko dengan tidak menanamkan seluruh dana pada satu jenis

investasi. Diversifikasi dilakukan dengan mengombinasikan berbagai aset agar kerugian pada satu investasi tidak berdampak besar pada keseluruhan portofolio (Adnyana, 2020).

Emas dianggap sebagai safe haven karena mampu mempertahankan nilainya saat kondisi ekonomi memburuk. Ketika terjadi krisis, investor cenderung beralih ke emas sehingga permintaan dan harganya meningkat (Alfanto & Nugroho, 2022)

Harga emas di pasar global mengacu pada mekanisme penetapan yang dilakukan oleh *London Bullion Market Association* (LBMA). Penetapan harga tersebut dilakukan dua kali dalam satu hari perdagangan, yakni pada sesi pagi dan sore, dengan satuan Dollar Amerika Serikat per *troy ounce*. Dari kedua sesi tersebut, harga pada penetapan sore hari digunakan sebagai acuan utama dalam menentukan harga emas di berbagai negara.

Penelitian yang dilakukan Mahendra et al. (2022) menyimpulkan bahwa pergerakan harga emas global berkaitan secara positif dan signifikan dengan kinerja IHSG. Kenaikan harga emas dipandang sebagai pilihan investasi alternatif yang membantu investor dalam menyusun kombinasi aset yang lebih seimbang. Sebagai instrumen dengan risiko relatif rendah, emas berperan dalam menekan risiko portofolio tanpa mengurangi ketertarikan terhadap investasi saham, sehingga turut mendukung kepercayaan investor dan stabilitas pasar saham.

Berbeda dengan hasil tersebut Chkili (2022) menemukan bahwa pergerakan harga emas dan saham syariah cenderung bergerak berlawanan arah atau negatif. Melalui pendekatan *Markov-switching*, ditunjukkan bahwa ketika volatilitas pasar meningkat, dana investor lebih banyak dialihkan ke emas sebagai instrumen yang lebih aman. Akibatnya, kenaikan harga emas sering diikuti pelemahan harga saham. Sebaliknya, pada kondisi pasar yang relatif stabil, emas berperan sebagai sarana lindung nilai yang membantu menjaga keseimbangan portofolio.

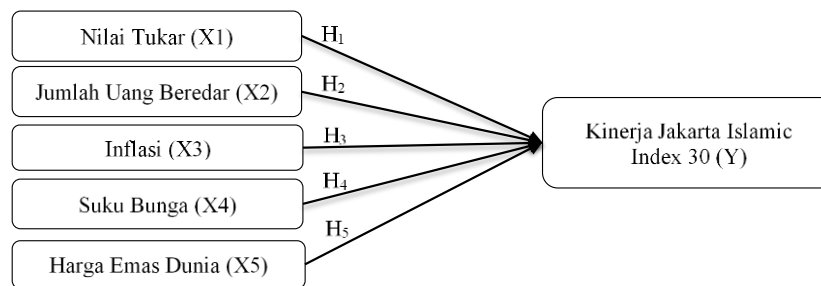
### **Kerangka Pemikiran**

Kerangka pemikiran pada penelitian ini menunjukkan hubungan antara variabel makroekonomi dengan kinerja Jakarta Islamic Index 30 (JII30). Variabel yang digunakan terdiri dari nilai tukar, jumlah uang beredar, inflasi, suku bunga, dan harga emas dunia sebagai variabel independen, sedangkan JII30 sebagai variabel dependen. Setiap variabel makroekonomi diduga memiliki pengaruh terhadap pergerakan JII30,



baik secara jangka pendek maupun jangka panjang. Berdasarkan hubungan tersebut, maka

kerangka pemikiran penelitian dapat digambarkan sebagai berikut:



**Gambar 2. Kerangka Pemikiran**

Sumber: Mahmuji & Juanda (2024)

### Hipotesis Penelitian

Adapun rumusan hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H1: Nilai tukar berpengaruh terhadap kinerja Indeks JII30 baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

H2: Jumlah Uang Beredar berpengaruh terhadap kinerja Indeks JII30 baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

H3: Inflasi berpengaruh terhadap kinerja Indeks JII30 baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

H4: Suku bunga berpengaruh terhadap kinerja Indeks JII30 baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

H5: Harga emas dunia berpengaruh terhadap kinerja Indeks JII30 baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

### METODE PENELITIAN

#### Jenis Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan pendekatan kuantitatif yang menitikberatkan pada penggunaan data berbentuk angka. Data diperoleh dari responden yang mewakili populasi atau sampel penelitian melalui instrumen yang telah disusun. Seluruh data kemudian diolah secara statistik untuk menggambarkan kondisi yang diteliti sekaligus membuktikan hipotesis penelitian (Sugiyono, 2022).

#### Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah data runtun waktu (*time series*) yang mencerminkan kinerja JII30 serta variabel makroekonomi yang terdiri dari nilai tukar IDR/USD, jumlah uang beredar, suku bunga, inflasi, dan harga emas dunia selama periode Januari 2015 hingga Desember 2024.

Penelitian ini menggunakan data nilai indeks JII30 (*closing price* bulanan), bukan data per

perusahaan, sehingga tidak dilakukan pemilihan sampel emiten secara individual. Dengan demikian, teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah sampel jenuh (*census sampling*), karena seluruh data dalam waktu pengamatan digunakan sebagai unit analisis.

Jumlah observasi dalam penelitian ini adalah 120 observasi, yang berasal dari data bulanan selama 10 tahun (Januari 2015 – Desember 2024) untuk masing-masing variabel penelitian.

Namun, sebelum dilakukan analisis VECM, beberapa variable ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural (LN), yaitu nilai tukar, jumlah uang beredar, inflasi, dan harga emas dunia. Transformasi ini dilakukan untuk membuat data lebih stabil dan mengurangi perbedaan varians antar data. Sementara itu, variabel suku bunga tidak ditransformasikan karena sudah berbentuk persentase dan relatif stabil (Gujarati & Porter, 2009).

#### Teknik Pengambilan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sugiyono (2022), menjelaskan bahwa data sekunder diperoleh secara tidak langsung oleh peneliti, misalnya melalui pihak lain atau dari berbagai dokumen pendukung. Dalam penelitian ini data sekunder diperoleh dari berbagai lembaga resmi dan kredibel. Data inflasi dan data Suku Bunga diambil dari Badan Pusat Statistik (BPS) melalui website [www.bps.go.id](http://www.bps.go.id). Data kurs tengah rupiah terhadap USD diperoleh dari Bank Indonesia (BI) melalui website [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id). Data harga emas dunia bersumber dari World Gold Council (WGC) melalui website [www.gold.org](http://www.gold.org). Sementara itu, data kinerja Jakarta Islamic Index (JII) diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) melalui website [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), dan [www.investing.com](http://www.investing.com), dan data pasar modal syariah diperoleh dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) melalui website [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id).



**Teknik Analisis Data**

Penelitian ini menerapkan model *Vector Autoregressive* (VAR) apabila data sudah stasioner pada tingkat level. Namun, jika data belum stasioner pada level tetapi terkointegrasi, maka digunakan pendekatan *Vector Error Correction Model* (VECM). Untuk tahapannya uii VECM yaitu:

**Uji Stasioneritas Data**

Data deret waktu ekonomi umumnya bersifat tidak stabil sehingga dapat menimbulkan masalah dalam estimasi model. Oleh karena itu, diperlukan uji stasioneritas, salah satunya menggunakan metode *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) untuk memastikan kestabilan data pada tingkat signifikansi tertentu (Basuki & Prawoto, 2016).

**Uji Lag Optimal**

Hasil estimasi model VAR sangat dipengaruhi oleh pemilihan jumlah lag. Untuk memperoleh lag yang tepat, digunakan beberapa ukuran evaluasi seperti AIC, SC, dan HQ. Penentuan lag yang optimal diperlukan agar masalah autokorelasi dapat ditekan, sehingga nantinya model membuahkan hasil estimasi yang lebih akurat (Basuki & Prawoto, 2016).

**Uji Kointegrasi**

Ketidastasioneran variabel dalam suatu model dapat menjadi petunjuk adanya keterkaitan jangka panjang antarvariabel. Karena itu, uji kointegrasi digunakan untuk mengidentifikasi

keberadaan hubungan tersebut. Hasil uji yang menunjukkan kointegrasi menandakan bahwa variabel-variabel dalam sistem saling terhubung dalam jangka panjang. Salah satu metode yang umum digunakan ialah Johansen Cointegration Test (Basuki & Prawoto, 2016).

**Impulse Response Function**

Analisis *Impulse Response Function* (IRF) digunakan untuk melihat respon variabel endogen terhadap guncangan dari variabel lain serta lamanya pengaruh tersebut berlangsung. Melalui IRF dapat ditelusuri dampak perubahan satu standar deviasi pada suatu variabel endogen dengan variabel lainnya. Inovasi pada satu variabel tidak hanya memengaruhi dirinya sendiri, tetapi juga menyebar ke variabel endogen lain (Basuki & Prawoto, 2016).

**Forecast Error Variance Decomposit**

*Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) digunakan untuk menjelaskan besarnya kontribusi guncangan pada suatu variabel terhadap variasi variabel tersebut maupun variabel lain. Melalui FEVD dapat diketahui proporsi variasi pergerakan variabel yang disebabkan oleh guncangan internal maupun pengaruh dari variabel lain (Basuki & Prawoto, 2016)

**PEMBAHASAN**

**Uji Stasioneritas Data**

**Tabel 1. Hasil Uji Stasioneritas ADF pada Tingkat Level**

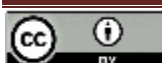
Var	ADF Statistik			
	t-stat	Critical value 5%	Prob	Ket.
LN_JII30	-1.507660	-2.885863	0.5264	TS
LN_NT	-1.317395	-2.886290	0.6198	TS
LN_JUB	-0.330784	-2.885863	0.9158	TS
LN_INF	-2.241649	-2.885863	0.1929	TS
SB	-1.851913	-2.886074	0.3540	TS
LN_HED	0.894391	-2.885863	0.9952	TS

Sumber: *Output Eviews* (2025)

**Tabel 2. Hasil Uji Stasioneritas ADF pada Tingkat 1<sup>st</sup> Difference**

Var	ADF Statistik			
	t-stat	Critical value 5%	Prob	Ket.
LN_JII30	-10.37063	-2.886074	0.0000	S
LN_NT	-10.54286	-2.886290	0.0000	S
LN_JUB	- 12.62513	-2.886074	0.0000	S
LN_INF	-9.065756	-2.886074	0.0000	S
SB	-8.221673	-2.886074	0.0000	S
LN_HED	-8.822574	-2.886074	0.0000	S

Sumber: *Output Eviews* (2025)



Hasil uji ADF tingkat level pada table 1 menunjukkan bahwa seluruh variabel belum stasioner karena nilai *t-statistic* berada di atas nilai kritis atau probabilitas lebih besar dari 0,05. Oleh karena itu, pengujian dilanjutkan pada tingkat *first difference* agar data memenuhi syarat stasioner untuk analisis lanjutan.

Sedangkan hasil uji ADF tingkat *first difference* pada table 2 menunjukkan bahwa seluruh variabel telah memenuhi kriteria stasioner.

Hal ini terlihat dari nilai *t-statistic* yang sudah lebih kecil dari nilai kritis atau nilai probabilitas yang berada di bawah 0,05. Dengan stasioner pada tingkat *first difference*, data sudah layak digunakan untuk analisis lanjutan, sehingga model yang sesuai untuk digunakan adalah VECM karena variabel-variabel tersebut bersifat terintegrasi pada orde yang sama.

**Uji Lag Optimal**

**Tabel 3. Hasil Uji Lag Optimal**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	1152.499	NA	1.05e-16	-19.76722	-19.62479*	-19.70940*
1	1198.642	86.71726	8.81e-17	-19.94210	-18.94511	-19.53738
2	1236.435	67.11599	8.58e-17*	-19.97302*	-18.12147	-10.22140
3	1267.994	62.77951*	9.38e-17	-19.89645	-17.19034	-18.79793

Sumber: *Output Eviews* (2025)

Dari hasil uji lag optimal terlihat bahwa setiap kriteria memberikan rekomendasi yang berbeda. FPE dan AIC menunjukkan nilai terbaik pada lag 2, sementara SC dan HQ justru mengarah ke lag 0, dan LR berada pada lag 3. Perbedaan ini memang sering terjadi karena masing-masing

kriteria punya cara penilaian yang tidak sama. Berdasarkan pertimbangan tersebut, lag 2 dipilih sebagai lag yang paling sesuai untuk penelitian ini karena dianggap dapat menggambarkan dinamika antar variabel dengan lebih baik.

**Uji Kointegrasi**

**Tabel 4. Hasil Uji Johansen Cointegration Test (Trace)**

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None*	0.433582	250.7806	95.75366	0.0000
At most 1*	0.392249	184.8435	69.81889	0.0000
At most 2*	0.339943	127.0767	47.85613	0.0000
At most 3*	0.256598	78.88692	29.79707	0.0000
At most 4*	0.200155	44.49078	15.49471	0.0000
At most 5*	0.148029	18.58358	3.841465	0.0000

Sumber: *Output Eviews* (2025)

**Tabel 5. Hasil Uji Johansen Cointegration Test (Maximum Eigenvalue)**

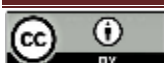
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Stastic	0.05 Critical Value	Prob.**
None*	0.433582	65.93708	40.07757	0.0000
At most 1*	0.392249	57.76682	33.87687	0.0000
At most 2*	0.339943	48.18980	27.58434	0.0000
At most 3*	0.256598	34.39614	21.13162	0.0004
At most 4*	0.200155	26.90720	14.26460	0.0005
At most 5*	0.148029	18.58358	3.841465	0.0000

Sumber: *Output Eviews* (2025)

Hasil uji *Trace* pada table 4 menunjukkan bahwa seluruh nilai *trace statistic* lebih besar daripada nilai kritis pada taraf 5% dengan probabilitas 0.0000. Hal ini menandakan bahwa hipotesis nol pada setiap tingkat (*none* hingga *at most 5*) ditolak. Dengan demikian, terdapat lebih dari satu hubungan kointegrasi antar variabel,

yang menunjukkan adanya keterikatan jangka panjang di dalam model.

Sejalan dengan itu hasil uji *Maximum Eigenvalue* yang terdapat pada table 5 juga menunjukkan nilai *max-eigen statistic* yang lebih tinggi dibandingkan nilai kritis pada taraf 5%, dengan probabilitas signifikan 0.0000 pada



seluruh tingkatan. Temuan ini kembali menegaskan bahwa terdapat lebih dari satu vektor kointegrasi antar variabel. Artinya, hubungan

jangka panjang antar variabel konsisten terlihat pada kedua pendekatan uji *Johansen*.

**Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang**

**Tabel 6. Hasil Uji Estimasi VECM Jangka Panjang**

Variabel	Koefisien	T-statistic	T-tabel	Keterangan
LN_NT	-5.9965	-5.6920	1.9801	Signifikan
LN_JUB	1.2068	3.3350	1.9801	Signifikan
LN_INF	-0.0453	-2.0670	1.9801	Signifikan
SB	0.3571	2.5567	1.9801	Signifikan
LN_HED	0.2316	0.8507	1.9801	Tidak Signifikan

Sumber: *Output Eviews (2025)*

Berdasarkan Tabel 6, hasil estimasi jangka panjang VECM menunjukkan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap JII30, yang terlihat dari nilai *t-statistic* -5.69209 yang lebih besar daripada nilai *t-tabel* 1,9801. Jumlah uang beredar juga berpengaruh positif dan signifikan karena nilai *t-statistic*-nya mencapai 3.33508, melebihi nilai kritis tersebut. Variabel inflasi menunjukkan pengaruh negatif dan

signifikan dengan *t-statistic* -2.06701, sedangkan suku bunga memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap JII30 dengan nilai *t-statistic* 2.55678. Di sisi lain, harga emas dunia memang bergerak positif terhadap JII30, namun tidak signifikan karena nilai *t-statistic* 0.85077 tidak melampaui nilai *t-tabel*, sehingga pengaruhnya dianggap belum cukup kuat dalam jangka panjang

**Hasil Estimasi VECM Jangka Pendek**

**Tabel 7. Hasil Uji Estimasi VECM Jangka Pendek**

Variabel	Koefisien	T-statistic	T-tabel	Keterangan
LN_NT	-0.196805	-0.83337	1.9801	Tidak Signifikan
LN_JUB	-0.211148	-1.23548	1.9801	Tidak Signifikan
LN_INF	-0.001755	-0.16949	1.9801	Tidak Signifikan
SB	-0.149767	-1.89695	1.9801	Tidak Signifikan
LN_HED	-0.238293	-1.81478	1.9801	Tidak Signifikan

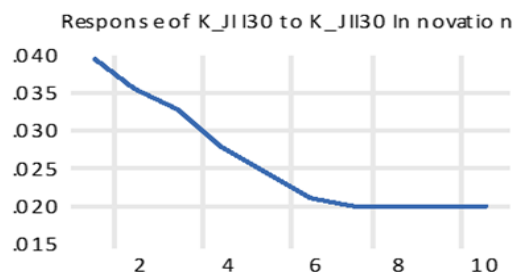
Sumber: *Output Eviews (2025)*

Pada jangka pendek, seluruh variabel makroekonomi pada lag pertama, kecuali inflasi, tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap perubahan JII30 karena nilai *t-statistic* masing-masing belum melewati batas *t-tabel* sebesar 1,9801. Nilai tukar, jumlah uang beredar, suku bunga, dan harga emas dunia pada lag pertama semuanya tidak memberikan respon berarti terhadap pergerakan indeks dalam periode pendek. Sementara itu, inflasi pada lag pertama menjadi satu-satunya variabel yang signifikan, yang menunjukkan bahwa perubahan inflasi satu periode sebelumnya masih mampu memberikan pengaruh langsung terhadap pergerakan JII30. Pada lag kedua, kelima variabel makro juga tetap tidak signifikan, sehingga perubahan dua periode sebelumnya pada variabel makro tersebut tidak cukup kuat memengaruhi JII30. Temuan ini menegaskan bahwa dalam jangka pendek, indeks saham syariah lebih sensitif terhadap perubahan inflasi, sementara variabel makro lainnya

cenderung memberikan dampak yang baru terasa pada jangka panjang atau memerlukan perubahan yang lebih besar untuk menghasilkan reaksi pasar.

**Hasil Impulse Response Function (IRF)**

1. Respon JII30 terhadap Guncangan JII30



**Gambar 3. Grafik Hasil Uji IRF JII30 to JII30**

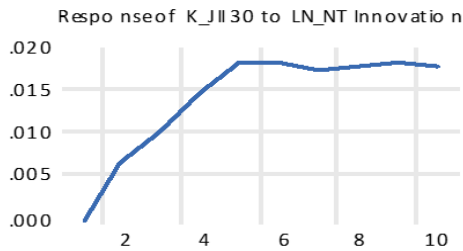
Sumber: *Output Eviews (2025)*

Ketika terjadi guncangan pada JII30, indeks memberikan respon positif di awal, namun



perlahan menurun dari periode ke-2 hingga periode ke-10. Pola ini menunjukkan bahwa shock awal pada JII30 hanya berdampak sementara, dan indeks secara bertahap kembali menuju kondisi keseimbangannya.

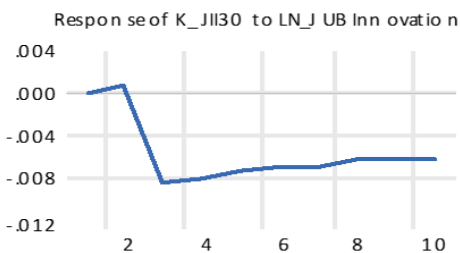
2. Respon JII30 terhadap Guncangan Nilai Tukar



**Gambar 4. Grafik Hasil Uji IRF JII30 to NT**  
 Sumber: *Output Eviews (2025)*

Respon JII30 terhadap guncangan nilai tukar menunjukkan kenaikan pada periode awal hingga periode 4–6. Setelah mencapai puncak, respon mulai bergerak lebih stabil dan mendatar. Hal ini mengindikasikan bahwa perubahan mendadak pada nilai tukar langsung direspon positif oleh JII30, namun efeknya cenderung mereda setelah beberapa periode.

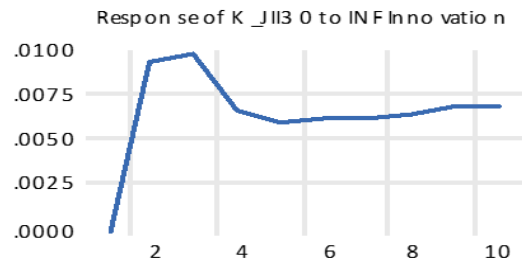
3. Respon JII30 terhadap Guncangan Jumlah Uang Beredar



**Gambar 5. Grafik Hasil Uji IRF JII30 to JUB**  
 Sumber: *Output Eviews (2025)*

Guncangan pada jumlah uang beredar menyebabkan respon negatif pada JII30 di periode awal. Setelah mengalami penurunan, respon perlahan bergerak ke arah stabil meskipun tetap berada di area negatif. Ini menunjukkan bahwa lonjakan JUB dalam jangka pendek dapat memberikan tekanan pada JII30 sebelum kemudian mereda seiring waktu.

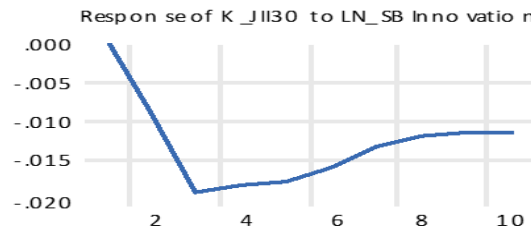
4. Respon JII30 terhadap Guncangan Inflasi



**Gambar 6. Grafik Hasil Uji IRF JII30 to INF**  
 Sumber: *Output Eviews (2025)*

Guncangan inflasi memberikan respon positif pada JII30 di periode awal, khususnya pada periode 2–3. Setelah itu respon bergerak mendatar dan stabil di level yang relatif kecil. Pola ini menunjukkan bahwa pasar sempit merespon inflasi dengan kenaikan indeks, namun pengaruhnya tidak berlangsung lama dan kembali stabil.

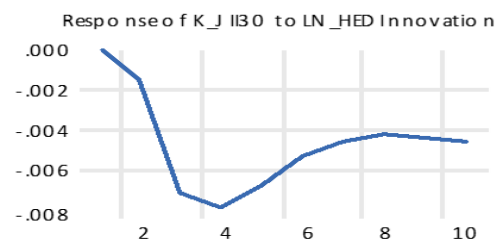
5. Respon JII30 terhadap Guncangan Suku Bunga



**Gambar 7. Grafik Hasil Uji IRF JII30 to SB**  
 Sumber: *Output Eviews (2025)*

Guncangan pada suku bunga mendorong JII30 turun cukup dalam pada periode awal. Setelah mencapai titik terendah sekitar periode ke-3, respon perlahan meningkat dan bergerak menuju kestabilan. Hal ini menggambarkan bahwa kenaikan mendadak suku bunga memberikan tekanan awal terhadap JII30 sebelum pengaruhnya mereda.

6. Respon JII30 terhadap Guncangan Harga Emas Dunia



**Gambar 8. Grafik Hasil Uji IRF JII30 to HED**  
 Sumber: *Output Eviews (2025)*

Guncangan pada harga emas dunia direspon negatif oleh JII30 pada periode awal. Respon

mencapai level negatif terdalam pada periode 3–4 sebelum perlahan bergerak naik dan mendekati stabilitas. Pola ini menunjukkan bahwa

peningkatan harga emas dunia cenderung menekan JII30 dalam jangka pendek, namun efeknya tidak bertahan lama.

### Hasil Forecast Error Variance Decomposite (FEVD)

Variance Decomposition of K_JII30:							
Period	S.E.	K_JII30	LN_HED	LN_JUB	LN_NT	LN_SB	INF
1	0.039107	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.054691	93.17902	0.079123	0.007537	1.302103	2.521419	2.910799
3	0.068713	81.65902	1.114303	1.398841	3.035986	8.985338	3.806513
4	0.078625	74.53699	1.829381	2.096983	5.747085	12.17057	3.618994
5	0.086793	68.90733	2.077534	2.375533	9.069854	14.14571	3.424040
6	0.092990	64.95865	2.123529	2.591299	11.65861	15.25034	3.417581
7	0.098050	62.46837	2.122360	2.803887	13.58967	15.54493	3.470782
8	0.102671	60.64666	2.103243	2.927901	15.31416	15.45888	3.549167
9	0.107124	59.05827	2.093847	3.015428	16.86203	15.31645	3.653974
10	0.111369	57.72418	2.103283	3.099238	18.14266	15.16904	3.761593

**Gambar 9. Hasil Uji FEVD**

Sumber: *Output Eviews (2025)*

Hasil FEVD menunjukkan bahwa pada periode pertama variasi JII30 masih sepenuhnya dipengaruhi oleh *shock* yang berasal dari JII30 itu sendiri dengan kontribusi sebesar 100%. Namun, seiring bertambahnya periode pengamatan, kontribusi tersebut menurun hingga 57,72% pada periode ke-10. Kondisi ini menandakan bahwa dalam jangka panjang pergerakan JII30 mulai dipengaruhi oleh variabel makroekonomi lain di luar dirinya sendiri. Di antara variabel tersebut, nilai tukar memberikan kontribusi terbesar terhadap variasi JII30 sebesar 18,14%, kemudian diikuti oleh suku bunga sebesar 15,16%. Sementara itu, inflasi, jumlah uang beredar, dan harga emas dunia memberikan kontribusi yang cenderung lebih rendah.

Besarnya kontribusi nilai tukar menunjukkan bahwa perubahan kurs memiliki keterkaitan yang cukup kuat terhadap pergerakan pasar saham syariah. Selain itu, suku bunga juga turut memberikan pengaruh terhadap pergerakan JII30. Di sisi lain, harga emas dunia menjadi variabel dengan kontribusi paling kecil dibandingkan variabel makroekonomi lainnya selama periode penelitian.

### Pembahasan

#### Pengaruh Nilai Tukar terhadap JII30

Dalam jangka pendek, nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap saham. Namun, seiring berjalannya waktu, pengaruh nilai tukar menjadi semakin terlihat. Dalam jangka panjang, nilai tukar terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap saham. Temuan ini menunjukkan bahwa depresiasi nilai tukar rupiah

yang terjadi secara berkelanjutan dapat menekan kinerja pasar saham melalui peningkatan biaya impor, penurunan profitabilitas perusahaan, serta menurunnya kepercayaan investor. Hasil ini sejalan dengan penelitian Mufid (2024) yang menyatakan bahwa pelemahan rupiah berdampak negatif terhadap indeks saham.

#### Pengaruh Jumlah Uang Beredar terhadap JII30

Dalam jangka pendek, jumlah uang beredar tidak berpengaruh signifikan terhadap saham, yang menunjukkan bahwa fluktuasi kurs belum langsung direspons oleh pasar. Namun, dalam jangka panjang, jumlah uang beredar berpengaruh positif dan signifikan terhadap saham. Kondisi ini menunjukkan bahwa peningkatan jumlah uang beredar mampu mendorong aktivitas ekonomi dan memperluas pembiayaan bagi perusahaan, sehingga kinerja perusahaan dan pasar saham meningkat. Hasil ini sejalan dengan Putri et al. (2025) yang menemukan bahwa jumlah uang beredar berpengaruh positif terhadap indeks saham, serta didukung oleh Sari dan Zakiyyah (2024) yang menyatakan bahwa peningkatan jumlah uang beredar dalam jangka panjang dapat meningkatkan indeks saham melalui peningkatan likuiditas pasar.

#### Pengaruh Inflasi terhadap JII30

Dalam jangka pendek, inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap JII30. Namun, seiring berjalannya waktu, pengaruh inflasi menjadi lebih nyata. Dalam jangka panjang, inflasi terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap JII30. Kenaikan inflasi cenderung



menurunkan daya beli masyarakat serta meningkatkan biaya operasional perusahaan, sehingga menekan ekspektasi profit dan mendorong investor bersikap lebih berhati-hati. Temuan ini sejalan dengan penelitian Sia et al. (2023) yang menemukan bahwa inflasi berpengaruh negatif terhadap harga saham dalam jangka panjang, serta diperkuat oleh Nofitasari (2025) yang menyimpulkan bahwa peningkatan inflasi yang berlangsung secara berkelanjutan berdampak negatif terhadap kinerja indeks saham.

#### **Pengaruh Suku Bunga terhadap JII30**

Dalam jangka pendek, suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap JII30. Namun, dalam jangka panjang, suku bunga terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap JII30. Hasil ini sejalan dengan penelitian Arifin (2023) serta Rohmah (2025) yang menunjukkan bahwa suku bunga berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham, di mana kenaikan suku bunga diikuti oleh peningkatan harga saham. Kesamaan hasil tersebut menunjukkan bahwa pengaruh suku bunga terhadap pasar saham sangat bergantung pada kondisi perekonomian, karakteristik sektor industri, serta kebijakan moneter yang diterapkan.

#### **Pengaruh Harga Emas Dunia terhadap JII30**

Dalam jangka pendek maupun jangka panjang, harga emas dunia tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap indeks saham. Temuan ini berbeda dengan hasil penelitian Mahendra et al. (2022) yang menyatakan bahwa harga emas dunia berpengaruh positif dan signifikan terhadap indeks saham serta penelitian Chkili (2022) yang menemukan pengaruh negatif dan signifikan. Namun demikian, hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Widijatmoko dan Anggraeni (2023) yang menyimpulkan bahwa harga emas dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap indeks saham. Kondisi tersebut dapat dijelaskan oleh karakteristik investasi emas dan saham syariah yang cenderung bersifat substitusi. Pada praktiknya, emas lebih diminati oleh investor karena harganya relatif stabil dan cenderung meningkat dalam jangka panjang sehingga risikonya lebih rendah. Sebaliknya, investasi pada saham syariah masih tergolong berkembang dan memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi karena dipengaruhi oleh berbagai faktor ekonomi yang lebih kompleks. Selain itu, emas juga sering digunakan sebagai instrumen lindung nilai (*safe haven*) untuk menghadapi ketidakpastian di masa depan (Alfanto dan Nugroho, 2022)

#### **KESIMPULAN**

Berdasarkan hasil analisis menggunakan metode VECM, variabel makroekonomi menunjukkan pengaruh yang berbeda terhadap pergerakan Jakarta Islamic Index 30 (JII30) selama periode 2015–2024. Pada jangka panjang, nilai tukar dan inflasi terbukti memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap JII30, sedangkan jumlah uang beredar dan suku bunga menunjukkan pengaruh positif dan signifikan. Dengan demikian, hipotesis H1, H2, H3, dan H4 dinyatakan diterima. Sementara itu, harga emas dunia tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap JII30 sehingga hipotesis H5 dinyatakan ditolak.

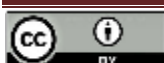
Berbeda dengan hasil jangka panjang, pada jangka pendek seluruh variabel makroekonomi belum menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap pergerakan JII30. Temuan tersebut mengindikasikan bahwa respon pasar saham syariah terhadap perubahan kondisi makroekonomi cenderung terjadi dalam periode yang lebih panjang.

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi investor dalam mengambil keputusan investasi saham syariah serta bagi regulator dalam menjaga stabilitas makroekonomi guna mendukung perkembangan pasar modal syariah di Indonesia.

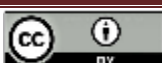
Penelitian ini masih memiliki keterbatasan karena analisis yang dilakukan hanya berfokus pada indeks saham syariah secara umum, sehingga pengaruh variabel makroekonomi pada sektor atau saham tertentu belum dapat terlihat secara lebih mendalam. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan objek yang lebih spesifik, seperti sektor saham syariah tertentu maupun saham individual, serta mempertimbangkan penambahan variabel lain agar hasil penelitian yang diperoleh lebih luas dan rinci.

#### **DAFTAR PUSTAKA**

- Abadi, M. T. (2022). *Ekonomi Moneter Sebuah Pengantar*. Zahir Publishing.
- Adnyana, I. M. (2020). *Manajemen Investasi dan Portofolio*. Lembaga Penerbitan Universitas (LPU-UNAS). Lembaga Penerbitan Universitas Nasional (LPU-UNAS)
- Alamsyahbana, M. I., Mukhram, M., Sholichah, F., Tahir, I. B., Rudiyanto, R., Ilmiha, J., Indrawati, N., Zuhra, S., Rusli, A., Nasution, U. O., DP, E. N., Ilyas, H.,



- Sawitri, R. A., Monika, Triyawan, A., Bachtiar, Y., Ayuandiani, W., & Mahfuddin, R. (2024). Pasar modal. CV. Media Sains Indonesia.
- Alfanto, A. N., & Nugroho, A. P. (2022). Investasi Emas Kajian Empiris Perilaku Investasi Emas. Diandra Creative.
- Arifin, P. R., & Khalifaturfiah, S. O. (2023). Analisis Pengaruh Indikator Makro Ekonomi Terhadap Indeks Harga Saham LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Buletin Studi Ekonomi*, 28(02), 153–167. <https://doi.org/10.24843/BSE.2023.v28.i02.p04>
- Atmodjo, S. S., Suprihanto, S., Sanjani, M. R., Asrianti, HR, A. S., Rusydu, M., Fahreza, M., Naidah, Ardista, R., Warda, Belani, S., Idrus, M. I., Arniati, & Nopeline, N. (2023). Pengantar Ekonomi Makro. PT Kreasi Skrip Dijital.
- Bangun, P. P. B., Ovani, D. C., & Jayusman, S. F. (2023). Analisis Determinan Indeks Harga Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Pada Jakarta Islamic Index (Jii). *Jurnal Riset Akuntansi Dan Bisnis*, 23(2), 153–165. <https://doi.org/10.30596/16612>
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). Analisis Regresi Dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis. RajaGrafindo Persada.
- Bursa Efek Indonesia. (2024). BEI Berhasil Raih Penghargaan Pengembangan Wakaf Saham. [https://www.ifsb.org/publication/?\\_sft\\_publications\\_category=islamic-financial-stability-report](https://www.ifsb.org/publication/?_sft_publications_category=islamic-financial-stability-report)
- Chkili, W. (2022). The Links Between Gold, Oil Prices and Islamic Stock Markets in a Regime Switching Environment. *Eurasian Economic Review*, 12(1), 169–186. <https://doi.org/10.1007/s40822-022-00202-y>
- Folorunso, A. T. (2023). Investigating the Impact of Inflation and Other Macroeconomic Variables on Stock Returns in Nigeria. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 23(14), 8–26. <https://doi.org/10.9734/ajeba/2023/v23i141001>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics* (Fifth). McGraw-Hill.
- Haris, H., Hasyim, F., & Hanafi, S. muhammad. (2024). Investigating of Macroprudential Assessment Against Economic Resilience During Pandemic Covid-19. *INDONESIAN JOURNAL of Islamic Literature and Muslim Society*, 8(2), 2528–1224. <https://doi.org/10.22515/islam.v8i2.5030>
- Hartono, J. (2017). Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Kesebelas). BPFE.
- Hasyim, F., Rusgianto, S., Setianingsih, H. E., Fauziyah, N., & Ramly, A. (2024). The impact of the Russia-Ukraine conflict on market volatility: stability of Islamic cryptocurrency. *Journal of Islamic Accounting and Finance Research*, 6(2), 203–238. <https://doi.org/10.21580/jiafr.2024.6.2.22363>
- 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. *Computational Economics*, 65(6), 3573–3604. <https://doi.org/10.1007/s10614-024-10665-7>
- Khrisdayanti, A., & Manunggal, S. A. M. (2024). Pengaruh Inflasi, Jumlah Uang Beredar, dan Nilai Tukar terhadap Indeks Saham LQ45 Periode Sebelum dan Selama Covid-19 (2018-2022). *Al-Kharaj : Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, 6(3), 1146–1160. <https://doi.org/10.47467/alkharaj.v6i3.3614>
- Kneks. (2025). Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia 2024. In Otoritas Jasa Keuangan. <https://ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/laporan-perkembangan-keuangan-syariah-indonesia/default.aspx>
- Mahendra, A., Amalia, M. M., & Leon, H. (2022). Analisis Pengaruh Suku Bunga, Harga Minyak Dunia, Harga Emas Dunia Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Dengan Inflasi Sebagai Variabel Moderating Di Indonesia. *Owner*, 6(1), 1069–1082. <https://doi.org/10.33395/owner.v6i1.725>
- Mahmuji, S., & Juanda, R. (2024). Pengaruh Produksi Jagung, Harga Jagung dan Kurs Dollar Terhadap Impor Jagung Indonesia. *Jurnal Ekonomi Pertanian Unimal*, 7(2), 1–12. <https://doi.org/10.29103/jepu.v7i2.17769>
- Martalena, M., Iskandar, D., & Hadianto, B. (2023). Inflation, Exchange Rate , and



- Stock Return : The Evidence from the LQ45 Index Constituents in Indonesia. Owner : Riset & Jurnal Akuntansi, 7(January 2018), 2949–2955. <https://doi.org/10.33395/owner.v7i4.1859>
- Maulidha, A. N., Sari, P. P., & Damanik, J. M. (2025). Exchange Rate, Dividend Policy, and Capital Structure: Their Impact on Stock Returns in Jakarta Islamic Index Companies (2019 – 2023). *DIJEFA: Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, 5(6), 5910–5921. <https://doi.org/10.38035/dijefa.v5i6.3790>
- 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. <https://doi.org/10.22219/jofei.v4i2.32764>
- Nofitasari, S. (2025). The Effect of Inflation, Exchange Rates, and Interest Rates on Stock Returns in Mining Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2022-2024 Period. *West Science Accounting and Finance*, 3(1), 20–31. <https://doi.org/10.58812/wsaf.v3i01.1643>
- Oktariansyah, Putra, A. E., Sari, V., Usman, B., & Sundari, Y. (2023). Pengaruh Faktor Makro Ekonomi Dan Harga Komoditas Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan Pada Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Media Akuntansi (Mediasi)*, 5(2), 312–325. <https://doi.org/10.31851/jmediasi.v5i2.11353>
- Pamba, D. (2025). Asymmetric Impact of Interest Rates on Stock Market Returns: Empirical Evidence from South Africa. *Studies in Business and Economics*, 20(2), 200–217. <https://doi.org/10.2478/sbe-2025-0031>
- Putri, A. A., Harahap, M. I., & Tambunan, K. (2025). Pengaruh Inflasi, Jumlah Uang Beredar dan Kurs terhadap Kapitalisasi Pasar Indeks Saham Syariah Indonesia. *Journal of Economics and Manajement Scientes*, 1(1), 239–247. <https://doi.org/10.37034/jems.v7i3.119>
- Putri, O. A., & Putri, R. N. A. (2023). The Effect of Inflation, Exchange Rate, Implementation of Good Corporate Governance (GCG), and Financing to Deposit Ratio (FDR) on Sharia Commercial Bank Financing Risks In Indonesia 2019-2022. *Journal of Economics and Business Research*, 2(2), 238–250. <https://doi.org/10.22515/juebir.v2i2.7958>
- Rangkuty, D. M., Sajar, S., Yazid, A., & Satria, W. (2024). Teori Inflasi dan Pendapatan. Tahta Media Group.
- Rohmah, S. atu. (2025). Pengaruh Suku Bunga dan Inflasi Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Indonesia Periode 2021 - 2024. *Jurnal Ekonomi Bisnis Antartika*, 3(2), 91–97. <https://doi.org/10.70052/jeba.v3i2.968>
- Ryan, M., Corbet, S., & Oxley, L. (2024). Is Gold Always a Safe Haven? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4818274>
- Sari, I., & Zakiyyah, N. A. A. (2024). Analisis Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Nilai Tukar, dan Jumlah Uang Beredar, Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Periode 2013- 2022. *Socius: Jurnal Pendidikan Ilmu-Ilmu Sosial*, 1(12), 343–355. <https://doi.org/10.5281/zenodo.12750824>
- Sia, P. C., Leong, C. M., & Puah, C. H. (2023). Asymmetric Effects of Inflation Rate Changes on the Stock Market Index: The Case of Indonesia. *Journal of International Studies*, 16(1), 128–141. <https://doi.org/10.14254/2071-8330.2023/16-1/9>
- Sugiyono. (2022). *Metode Penelitian Kuantitatif*. Alfabeta.
- Widijatmoko, A., & Anggraeni, M. P. (2023). Pengaruh Harga Emas, Harga Minyak Dunia, dan Harga Minyak Kelapa Sawit Terhadap Harga Saham Periode 2019 – 2022. *MENAWAN: Jurnal Riset Dan Publikasi Ilmu Ekonomi*, 2(1), 225–235. <https://doi.org/10.61132/menawan.v2i1.178>
- World Bank. (2025). *Financing Firm Growth : The Role of Capital Markets in Low- and Middle-Income Countries*. <https://www.worldbank.org/en/events/2025/05/21/financing-firm-growth-the-role-of-capital-markets-in-low-and-middle-income-countries>

