



## Analisa Indeks Harga Saham Regional, Inflasi, Suku Bunga dan Kurs Terhadap ISSI

Khoirun Nisa'atus Sholihah<sup>1</sup>, Niken Savitri Primasari<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Universitas Nahdlatul Ulama Surabaya

<sup>2</sup>Universitas Nahdlatul Ulama Surabaya

<sup>1</sup>[khoirunisa473@gmail.com](mailto:khoirunisa473@gmail.com), <sup>2</sup>[niken@unusa.ac.id](mailto:niken@unusa.ac.id)

**Abstract:** *The purpose of this study is to examine the effect of regional stock price index, inflation, interest rate, and exchange rate on ISSI, for Singapore, Malaysian and Philippine. The dependent variable in this study is ISSI. The independent variables in this study are Straits Times Index (STI), Kuala Lumpur Stock Exchange Index (KLSE), Philippine Stock Exchange Index (PSEI), Singapore inflation (INFSG), Malaysian inflation (INFMY), Philippine inflation (INFPH), Singapore interest rate (SBSG), Malaysia interest rate (SBMY), Philippine interest rate (SBPH), Singapore exchange rate (SGD), Malaysian exchange rate (MYR), and Philippine exchange rate (PHP). The data used in this study are secondary data, taken from monthly data from all variables through the website of yahoo finance, Monetary Authority of Singapore, State Bank of Malaysia, Bank of the Philippines, and Bank of Indonesia. The sample of this study is all variables starting in 2014-2019. Analysis tools to test hypotheses using the VECM method with Eviews11 with a significance level of 0.05. The analysis shows that the variables that have positive and significant effect on ISSI are KLSE, INFSG, SBSG, SGD, MYR, and PHP. SBMY has a positive but not significant effect on ISSI. While the variables that have negative and significant influence are PSEI, INFPH, and SBPH. STI and INFMY variables have a negative and not significant effect on ISSI.*

**Keywords:** *Stock Index; Inflation, ISSI, Exchange Rate, Interest Rate*

**Abstrak:** Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh indeks harga saham regional, inflasi, suku bunga, dan kurs terhadap ISSI, pada negara Singapura, Malaysia dan Filipina. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah ISSI. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Straits Times Index* (STI), *Kuala Lumpur Stock Exchange Index* (KLSE), *Philippine Stock Exchange Index* (PSEI), inflasi Singapura (INFSG), inflasi Malaysia (INFMY), inflasi Filipina (INFPH), suku bunga Singapura (SBSG), suku bunga Malaysia (SBMY), suku bunga Filipina (SBPH), kurs Singapura (SGD), kurs Malaysia (MYR), dan kurs Filipina (PHP). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang diambil dari data bulanan dari keseluruhan variabel melalui website *yahoo finance*, *Monetary Authority of Singapore*, Bank Negara Malaysia, Bank Filipina, dan Bank Indonesia. Sampel penelitian ini adalah keseluruhan variabel mulai tahun 2014-2019. Alat analisis untuk menguji hipotesis menggunakan metode VECM dengan bantuan Eviews11 dengan tingkat signifikansi 0,05. Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel yang berpengaruh positif dan signifikan terhadap ISSI adalah KLSE, INFSG, SBSG, SGD, MYR, dan PHP. SBMY berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap ISSI. Sedangkan variabel yang berpengaruh negatif dan signifikan adalah PSEI, INFPH, dan SBPH. Variabel STI dan INFMY berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap ISSI.

**Kata kunci:** Indeks Saham; Inflasi; ISSI, Kurs; Suku Bunga

## PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peran yang sangat penting dalam perekonomian suatu negara. Sebagai negara yang tengah berkembang, pasar modal menjadi sebuah bagian penting dalam hal perekonomian Indonesia, baik sebagai penghimpun dana, tempat penjualan saham dan penerbitan obligasi, maupun indikator stabilitas makroekonomi (Ardana & Maya, 2019). Saham syariah terus mengalami pertumbuhan dari tahun ke tahun. Selain itu, diiringi pula dengan perkembangan kapitalisasi pasar saham syariah yang terus meningkat.

Adanya pasar modal syariah diharapkan dapat memberikan kontribusi yang adil bagi perekonomian nasional sehingga dapat melindungi kepentingan masyarakat. Beberapa aspek yang membutuhkan pengembangan lebih luas adalah aspek produk, regulasi, teknologi informasi, serta sumber daya manusia. Selain itu, pembelajaran tentang pasar modal syariah juga membutuhkan perhatian yang lebih besar (Firdausi, Fahmi, & Saptono, 2016). Dalam hal ini, yang menjadi fokus penelitian adalah Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Investor harus mengerti secara makroekonomi baik pada tingkat internasional maupun negara yang berdekatan dengan negara itu sendiri jika ingin berinvestasi pada negara tersebut (Damodaran, 2002). Penelitian terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dilakukan untuk melihat seberapa besar kontribusi ISSI terhadap perekonomian negara-negara yang berdekatan, seperti Singapura, Malaysia, dan Filipina. Menurut hasil penelitian yang dilakukan oleh Immanuel & Satria (2015) yang menunjukkan bahwa pada jangka pendek hanya IHSG yang mempengaruhi ISSI secara signifikan. Kemudian pada jangka panjang, indeks PSEI dan STI menunjukkan hubungan positif dan signifikan, sedangkan IHSG dan KLSE menunjukkan hubungan negatif dan signifikan. Hal ini bertolak belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Firdausi et al. (2016).

Selain instrumen ekonomi pasar modal, faktor makroekonomi juga mampu mempengaruhi perkembangan indeks saham syariah. Tingkat suku bunga yang merupakan salah satu indikator makroekonomi memiliki pengaruh terhadap aktivitas investasi di pasar saham. Hal ini disebabkan karena tingkat suku bunga dapat mempengaruhi perubahan tingkat keuntungan (*profit*) perusahaan. Ardana & Maya (2019) menemukan bahwa suku bunga Bank Indonesia (*BI Rate*) berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel ISSI. Penelitian ini didukung oleh Nasir et al. (2016), Sudarsono (2018), Hussin et al. (2012), Kuwornu & Victor (2011), Suciningtias & Khoiroh (2015), F. W. Wibowo (2019). Hal ini berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Kewal (2012).

Tingkat inflasi menandakan kenaikan harga barang secara keseluruhan dalam suatu perekonomian. Tingkat inflasi yang cukup tinggi dapat menimbulkan biaya sosial, seperti penurunan daya beli masyarakat sehingga pendapatan perusahaan menjadi berkurang. Firdausi et al. (2016) menemukan bahwa inflasi memiliki korelasi positif dan signifikan terhadap ISSI. Sedangkan menurut Suciningtias & Khoiroh (2015) menemukan bahwa inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ISSI. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Sari (2018) menunjukkan bahwa inflasi tidak berpengaruh terhadap indeks harga saham.

Nilai tukar (kurs) juga mempengaruhi aktivitas perekonomian sebuah negara. Perubahan kurs dapat berdampak pada kinerja perusahaan. Ardana & Maya (2019) menemukan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap ISSI. Ini juga didukung oleh Hussin et al. (2012), Kuwornu & Victor (2011), Suciningtias & Khoiroh (2015), Sudarsono (2018). Sedangkan menurut penelitian Fitriyanti & Herlambang (2016) menunjukkan hubungan yang berbanding terbalik.

Berdasarkan penelitian terdahulu yang telah dilakukan dengan menggunakan variabel suku bunga, inflasi, nilai tukar, STI, KLSE, dan PSEI ternyata masih terdapat perbedaan-perbedaan pada hasil penelitian. Dengan begitu, masalah yang dapat dirumuskan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah Indeks Harga Saham Regional Singapura, Malaysia, dan Filipina berpengaruh terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)?

Menurut Climent dan Meneu (2003) dalam Puspitasari et al. (2015) berpendapat bahwa pasar modal dalam satu regional cenderung memiliki pergerakan yang sama dan mempunyai efek penularan (*contagion effect*) sehingga tingkat integrasi antar pasar modal yang satu dengan lainnya menjadi tinggi. Apabila terjadi *shock* pada suatu pasar saham dalam periode waktu tertentu, maka ada kemungkinan akan mempengaruhi kondisi pasar saham yang lain, tidak terkecuali bagi saham syariah (Ikrima, 2013). Penjelasan tersebut didukung oleh penelitian Firdausi et al. (2016) dengan hasil penelitian bahwa dalam jangka panjang PSEI dan STI menunjukkan hubungan signifikan yang positif. Akan tetapi, IHSG dan KLSE memiliki hubungan signifikan yang negatif. Adanya integrasi akan semakin menguatkan *contagion effect* di pasar modal karena perilaku investor yang fokus pada peranan masalah likuiditas saja, dengan menjual sahamnya untuk mempertahankan proporsi yang pasti dari suatu negara. Berdasarkan uraian di atas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H1a : STI (Straits Times Index) berpengaruh positif terhadap ISSI

H1b : KLSE (Kuala Lumpur Stock Exchange Index) berpengaruh negatif terhadap ISSI

H1c : PSEI (Philippine Stock Exchange Index) berpengaruh positif terhadap ISSI

1. Apakah Inflasi Singapura, Malaysia, dan Filipina berpengaruh terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)?

Inflasi karena terjadinya *demand pull inflation* dapat menambah permintaan terhadap barang dan jasa, sehingga permintaan akan faktor produksi juga meningkat. Dengan begitu akan menyebabkan terjadinya *cost push inflation* yang berakibat pada kenaikan harga barang yang diproduksi, sedangkan kuantitas barang yang diproduksi menurun. Hal ini membuat profit perusahaan menurun, sehingga lambat laun kinerja perusahaan juga menurun yang menyebabkan minat investor berkurang. Berkurangnya minat investor dapat menyebabkan turunnya harga saham (Firdausi et al., 2016). Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Suciningtias & Khoiroh (2015) yang menemukan bahwa inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ISSI.

Berdasarkan uraian di atas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H2a : Inflasi Singapura berpengaruh negatif terhadap ISSI

H2b : Inflasi Malaysia berpengaruh negatif terhadap ISSI

H2c : Inflasi Filipina berpengaruh negatif terhadap ISSI

2. Apakah Suku Bunga Singapura, Malaysia, dan Filipina berpengaruh terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)?

Tingkat bunga dan investasi berhubungan terbalik. Jika tingkat suku bunga naik, maka investor akan menjual sahamnya untuk diganti dengan investasi yang lebih menguntungkan serta memiliki risiko lebih kecil atau bahkan bebas risiko. Sehingga, harga saham menjadi turun (Firdausi et al., 2016). Hal ini didukung oleh penelitian dari F. W. Wibowo (2019) yang menunjukkan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap ISSI. Berdasarkan uraian di atas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H3a : Suku bunga Singapura berpengaruh negatif terhadap ISSI

H3b : Suku bunga Malaysia berpengaruh negatif terhadap ISSI

H3c : Suku bunga Filipina berpengaruh negatif terhadap ISSI

3. Apakah Kurs SGD, MYR, dan PHP berpengaruh terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)?

Nilai kurs yang melemah merupakan ancaman besar bagi negara yang didominasi oleh impor, karena harga produk yang diimpor mengalami kenaikan sehingga dapat menurunkan arus kas, profit, dan harga saham perusahaan (Ardana & Maya, 2019). Apalagi jika perusahaan memiliki kewajiban dalam mata uang asing. Jika harga saham perusahaan menurun, maka indeks saham juga mengalami penurunan (Sari, 2018). Ini didukung oleh penelitian dari Mawarni & Widiasmara (2018) yang menunjukkan hasil penelitian bahwa kurs berpengaruh negatif terhadap ISSI. Berdasarkan uraian di atas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H4a : SGD berpengaruh negatif terhadap ISSI

H4b : MYR berpengaruh negatif terhadap ISSI

H4c : PHP berpengaruh negatif terhadap ISSI

Oleh karena itu, tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh indeks harga saham regional (STI, KLSE, PSEI), inflasi (INFSG, INFMY, INFPH), suku bunga (SBSG, SBMY, SBPH), dan kurs (SGD, MYR, PHP) terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

## METODE

Data yang digunakan dalam penelitian ini berasal dari website resmi Otoritas Jasa Keuangan ([www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)), Bank Indonesia ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)), *Monetary Authority of Singapore* ([www.mas.gov.sg](http://www.mas.gov.sg)), Bank Negara Malaysia ([www.bnm.gov.my](http://www.bnm.gov.my)), Bank Negara Filipina ([www.bnp.gov.ph](http://www.bnp.gov.ph)) dan *yahoo finance* yang berupa tabel data atau grafik *time series* selama periode 2014-2019. Populasi dalam penelitian ini adalah data indeks negara Singapura, Malaysia, Filipina dan Indonesia. Sampel akan diambil dalam periode 6 tahun dengan data indeks setiap bulan, sehingga diperoleh besar sampel dalam penelitian ini berjumlah 288 sampel (6 tahun  $\times$  12 bulan  $\times$  4 negara).

Cara pengumpulan data yang digunakan oleh peneliti adalah dengan cara studi pustaka dan dokumentasi. Studi pustaka dilakukan dengan membaca dan mempelajari literatur, seperti buku dan jurnal yang berhubungan masalah yang diteliti. Sedangkan dokumentasi dilakukan dengan mengumpulkan data berupa tabel atau grafik *time series* indeks saham regional, inflasi, suku bunga, kurs dari negara Singapura, Malaysia, dan Filipina, dan serta ISSI, yang diakses dari website [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id), [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id), serta *yahoo finance*.

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode VECM (*Vector Error Correction Model*) dengan bantuan program statistik Eviews 11. Metode VECM (*Vector Error Correction Model*) merupakan bentuk VAR (*Vector Auto Regression*) yang terestriksi (Firdausi et al., 2016). Adapun tahapan yang digunakan dalam melakukan analisis VECM (*Vector Error Correction Model*) adalah uji stasioneritas data, uji penentu lag optimal, uji kointegrasi, estimasi VAR, uji kausalitas granger, uji *Impulse Response Function* (IRF), dan uji *Forecasting Error Variance Decomposition* (FEVD)

## HASIL

### 1. Uji Stasioneritas Data

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

Variabel	Prob.	ADF Test	Critical Value			Keterangan
	Level		1%	5%	10%	
STI	0.2242	-2.155723	-3.525618	-2.902953	-2.588902	Tidak Stasioner
KLSE	0.4431	-1.667748	-3.525618	-2.902953	-2.588902	Tidak Stasioner
PSEI	0.1243	-3.058524	-4.092547	-3.474363	-3.164499	Tidak Stasioner
SBSG	0.8670	-0.582240	-3.530030	-2.904848	-2.589907	Tidak Stasioner
SBMY	0.2665	-2.047135	-3.525618	-2.902953	-2.588902	Tidak Stasioner
SBPH	0.6801	-1.177177	-3.525618	-2.902953	-2.588902	Tidak Stasioner
INFSG	0.3036	-1.960179	-3.525618	-2.902953	-2.588902	Tidak Stasioner
INFMY	0.1148	-2.521320	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Tidak Stasioner
INFPH	0.1516	-2.377791	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Tidak Stasioner
SGD	0.5526	-1.450690	-3.525618	-2.902953	-2.588902	Tidak Stasioner
MYR	0.4309	-1.691753	-3.528515	-2.904198	-2.589562	Tidak Stasioner
PHP	0.3573	-1.842656	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Tidak Stasioner
ISSI	0.3799	-1.795548	-3.525618	-2.902953	-2.588902	Tidak Stasioner

Tabel di atas menunjukkan bahwa seluruh variabel yang dipakai tidak stasioner pada tingkat level. Hal ini bisa dilihat dari nilai ADF test keseluruhan variabel lebih kecil daripada nilai *critical value*. Dengan begitu, keseluruhan variabel harus diuji kembali pada tingkat *first difference*.

**Tabel 2. Uji Stasioneritas pada Tingkat First Difference**

Variabel	Prob.	ADF Test	Critical Value			Keterangan
	Level		1%	5%	10%	
STI	0.0001	-10.36318	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Stasioner
KLSE	0.0000	-7.741651	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Stasioner
PSEI	0.0000	-7.913893	-4.094550	-3.475305	-3.165046	Stasioner
SBSG	0.0000	-8.621714	-3.530030	-2.904848	-2.589907	Stasioner
SBMY	0.0000	-8.246211	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Stasioner
SBPH	0.0000	-6.611948	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Stasioner
INFSG	0.0000	-9.639799	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Stasioner
INFMY	0.0000	-6.590249	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Stasioner
INFPH	0.0211	-3.251372	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Stasioner
SGD	0.0001	-10.59349	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Stasioner
MYR	0.0001	-4.975245	-3.528515	-2.904198	-2.589562	Stasioner
PHP	0.0001	-11.48507	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Stasioner
ISSI	0.0000	-7.597062	-3.527045	-2.903566	-2.589227	Stasioner

Tabel di atas menunjukkan bahwa semua variabel yang diteliti mempunyai nilai ADF test lebih besar daripada nilai *critical value* sehingga seluruh variabel dalam penelitian ini telah terintegrasi atau memiliki hubungan jangka panjang.

### 2. Uji Penentu Lag Optimal

**Tabel 3. Hasil Uji Lag Length**

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2329.270	NA	2.20e+14	69.91851	70.34629*	70.08779
1	-2171.181	250.1110	3.31e+14	70.24421	76.23308	72.61402

2	-2030.718	167.7178	1.34e+15	71.09605	82.64600	75.66639
3	-1765.609	213.6693	4.38e+14	68.22714	85.33819	74.99803
4	-1146.011	258.9367*	9.21e+10*	54.77644*	77.44858	63.74786*

Berdasarkan tabel di atas, hasil perhitungan panjang lag dengan LR, FPE, AIC dan HQ menunjukkan panjang lag yang sama yaitu pada lag 4. Sedangkan hasil perhitungan lag dengan SC menunjukkan panjang lag pada lag 0. Dengan begitu, lag terpanjang adalah lag 4.

### 3. Uji Kointegrasi

**Tabel 4. Uji Kointegrasi Johansen's ISSI**

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized	Trace		0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.899981	785.3665	NA	NA
At most 1 *	0.855003	626.5014	334.9837	0.0000
At most 2 *	0.789746	493.2592	285.1425	0.0000
At most 3 *	0.701457	385.6580	239.2354	0.0000
At most 4 *	0.652282	302.2480	197.3709	0.0000
At most 5 *	0.605469	229.3589	159.5297	0.0000
At most 6 *	0.512358	165.1849	125.6154	0.0000
At most 7 *	0.381666	115.6310	95.75366	0.0011
At most 8 *	0.352241	82.46077	69.81889	0.0035
At most 9 *	0.288971	52.49848	47.85613	0.0172
At most 10	0.208875	28.96663	29.79707	0.0621
At most 11	0.158979	12.79998	15.49471	0.1223
At most 12	0.012292	0.853381	3.841465	0.3556

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Menurut tabel di atas, diperoleh hasil setidaknya terdapat 9 vektor kointegrasi yang menghubungkan data tersebut. Sehingga dapat disimpulkan bahwa persamaan yang diuji memiliki hubungan kointegrasi.

### 4. Estimasi VAR

Hasil estimasi VECM ini menggunakan lag 2 karena memiliki kriteria sebagai model terbaik, jika dibandingkan dengan lag 4 yang merupakan lag optimal. Analisis yang digunakan adalah dengan membandingkan nilai mutlak t hitung lebih besar daripada nilai t tabel sebesar 1,967405 dengan *level of significant* 5%.

**Tabel 5. Hasil Uji VECM**

Variabel	Koefisien	T-Statistik	Variabel	Koefisien	T-Statistik
Jangka Panjang					
ISSI(-1)	1,000000		PSEI(-1)	-0,026028	-12,6702
INFMY(-1)	-0,792923	-1,17433	SBMV(-1)	2,574863	0,46326
INFPH(-1)	-18,52443	-15,0293	SBPH(-1)	-21,00338	-9,38856
INFSG(-1)	20,35352	8,29053	SBSG(-1)	0,000794	2,21202
KLSE(-1)	0,080092	4,31224	SGD(-1)	0,030434	6,37070
MYR(-1)	0,030862	6,71579	STI(-1)	-0,006068	-0,95046
PHP(-1)	0,428836	3,70025	C	-534,3499	
Jangka Pendek					
D(ISSI(-1))	0,087663	0,38196	D(PSEI(-1))	-0,005248	-1,02645
D(ISSI(-2))	0,250277	1,24984	D(PSEI(-2))	-0,006149	-1,39461
D(INFMY(-1))	-0,354168	-0,24849	D(SBMV(-1))	9,693950	0,63815
D(INFMY(-2))	-1,451558	-0,96912	D(SBMV(-2))	-18,16852	-1,35497
D(INFPH(-1))	1,657269	0,60004	D(SBPH(-1))	-12,12903	-2,33176
D(INFPH(-2))	-1,227548	-0,37696	D(SBPH(-2))	-13,80100	-1,97796

D(INFSG(-1))	2,915957	0,72535	D(SBSG(-1))	0,000176	0,54283
D(INFSG(-2))	-0,654146	-0,18816	D(SBSG(-2))	0,000066	0,20025
D(KLSE(-1))	0,003597	0,12800	D(SGD(-1))	0,011467	1,29026
D(KLSE(-2))	-0,047425	-1,75191	D(SGD(-2))	-0,001352	-0,17163
D(MYR(-1))	0,014551	0,95617	D(STI(-1))	0,000166	0,01902
D(MYR(-2))	-0,003875	-0,27258	D(STI(-2))	0,007815	0,72193
D(PHP(-1))	-0,012929	-0,06708	C	0,308847	0,41570
D(PHP(-2))	0,189977	1,07097			

Pada jangka panjang, variabel yang memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap ISSI adalah variabel INFSG, KLSE, MYR, PHP, SBSG dan SGD. Kemudian, variabel yang memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan adalah variabel SBMY. Sedangkan variabel yang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ISSI adalah INFPH, PSEI, dan SBPH. Variabel yang berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan adalah INFMY dan STI. Pada jangka pendek, variabel yang memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap ISSI adalah variabel INFPH, INFSG, KLSE, MYR, SBMY, SBSG, SGD dan STI. Sedangkan variabel yang berpengaruh negatif signifikan adalah variabel SBPH. Variabel yang berpengaruh negatif tidak signifikan adalah INFMY, PHP, dan PSEI.

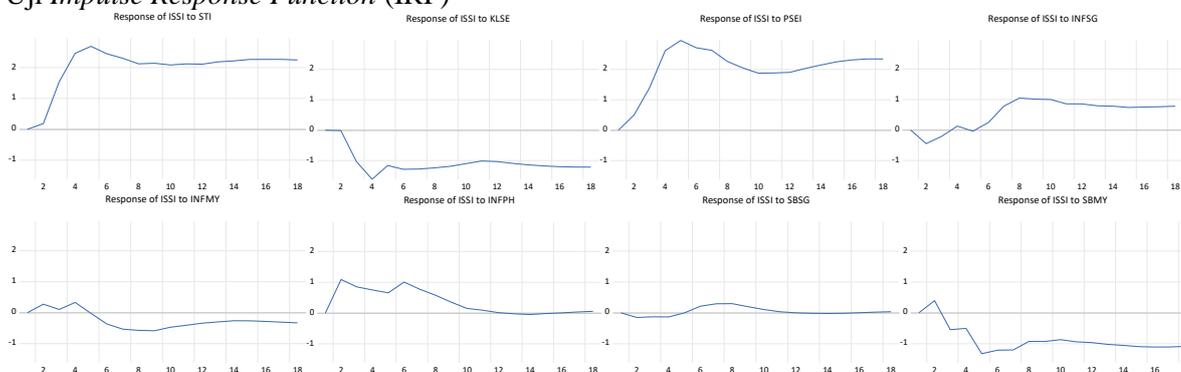
#### 5. Uji Kausalitas Granger

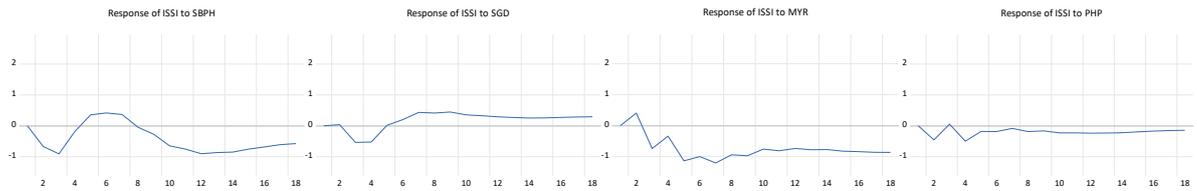
Tabel 6. Hasil Uji Kausalitas Granger

Null Hypothesis:	F-Statistic	Prob.	Null Hypothesis:	F-Statistic	Prob.
ISSI - INFMY	152.842	0.2246	SBMY - ISSI	215.372	0.1243
INFMY - ISSI	0.13243	0.8762	ISSI - SBMY	0.43751	0.6475
ISSI - INFPH	130.812	0.2773	SBPH - ISSI	0.88187	0.4189
INFPH - ISSI	104.394	0.3579	ISSI - SBPH	0.17984	0.8358
ISSI - INFSG	133.973	0.2691	SBSG - ISSI	0.57503	0.5655
INFSG - ISSI	125.819	0.2910	ISSI - SBSG	226.845	0.1116
KLSE - ISSI	124.365	0.2951	SGD - ISSI	0.27105	0.7634
ISSI - KLSE	0.13631	0.8728	ISSI - SGD	229.062	0.1093
MYR - ISSI	147.303	0.2368	STI - ISSI	174.035	0.1835
ISSI - MYR	360.361	0.0328	ISSI - STI	225.927	0.1126
PHP - ISSI	105.539	0.3539	PSEI - ISSI	160.160	0.2094
ISSI - PHP	148.343	0.2344	ISSI - PSEI	150.758	0.2291

Sesuai dengan hasil analisis pengujian kausalitas dari keseluruhan variabel, maka terdapat satu variabel yang memiliki hubungan satu arah yaitu variabel ISSI mempengaruhi MYR. Sedangkan variabel STI, KLSE, PSEI, INFSG, INFMY, INFPH, SBSG, SBMY, SBPH, SGD, MYR, dan PHP tidak mempengaruhi ISSI.

#### 6. Uji Impulse Response Function (IRF)



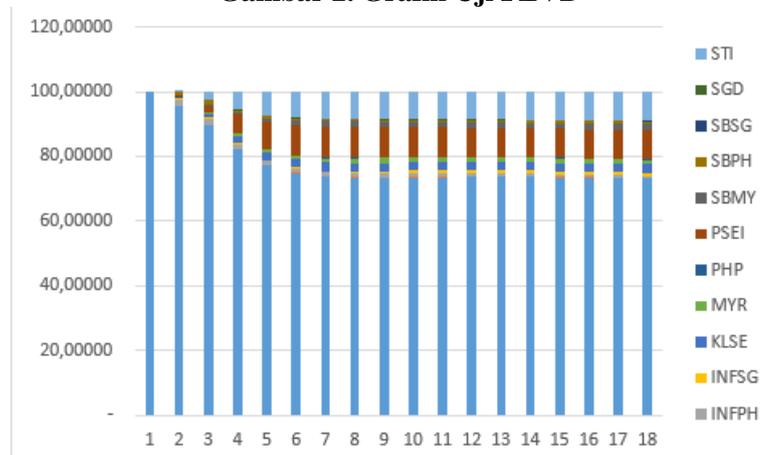


**Gambar 1. Grafik Uji IRF**

Untuk variabel STI direspon positif sepanjang periode peramalan. Variabel KLSE direspon negatif sepanjang periode peramalan. Variabel PSEI direspon positif sepanjang periode peramalan. Kemudian, variabel INFSG yang pada awalnya direspon negatif hingga periode keempat dan direspon positif setelah itu. Variabel INFMY yang direspon positif hingga periode keempat dan direspon negatif hingga akhir periode peramalan. variabel INFPH yang direspon positif selama periode peramalan dan cenderung stabil sejak periode ke dua belas. variabel SBSG yang direspon fluktuatif hingga akhir periode peramalan. variabel SBMY yang direspon negatif selama periode peramalan. variabel SBPH. Guncangan tersebut terlihat fluktuatif. variabel SGD juga fluktuatif. variabel MYR yang direspon negatif hingga periode peramalan berakhir. variabel PHP. Guncangan tersebut direspon negatif selama periode peramalan.

7. Uji *Forecasting Error Variance Decomposition (FEVD)*

**Gambar 2. Grafik Uji FEVD**



Kontribusi terbesar yang mempengaruhi variabel ISSI adalah variabel itu sendiri sebesar 100% dan terus menurun hingga akhir periode. Dari grafik di atas juga dapat dilihat bahwa pengaruh terbesar dari setiap variabel terhadap ISSI adalah untuk variabel INFMY sebesar 0,317567 yang terjadi pada periode kesebelas, variabel INFPH sebesar 1,933839 yang terjadi pada periode kedua, variabel INFSG sebesar 1,016623 yang terjadi pada periode ke delapan belas, variabel KLSE sebesar 2,619365 yang terjadi pada periode ke sembilan, variabel MYR sebesar 1,490617 yang terjadi pada periode ke sembilan, variabel PHP sebesar 0,339980 yang terjadi pada periode kedua, variabel PSEI sebesar 9,749093 yang terjadi pada periode ke delapan, variabel SBMY sebesar 1,868794 yang terjadi pada periode ke delapan belas, variabel SBPH sebesar 1,197038 yang terjadi pada periode ketiga, variabel SBSG sebesar 0,073703 yang terjadi pada periode ke sembilan, variabel SGD sebesar 0,360962 yang terjadi pada periode keempat, dan variabel STI sebesar 8,907974 yang terjadi pada periode ke delapan belas.

**PEMBAHASAN**

Berdasarkan hasil perhitungan statistik, STI berdampak negatif tidak signifikan terhadap ISSI sehingga tidak mendukung hipotesis 1a. KLSE berdampak positif signifikan terhadap ISSI sehingga tidak mendukung hipotesis 1b. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Puspitasari et al. (2015). PSEI berdampak negatif signifikan terhadap ISSI sehingga tidak mendukung hipotesis 1c. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Firdausi et al. (2016). Menurut Climent dan Meneu (2003) dalam Puspitasari et al. (2015) menyatakan bahwa pasar modal dalam satu kawasan regional cenderung

memiliki pergerakan yang sama. Selain itu, tingkat integrasi modal berubah seiring dengan adanya peristiwa yang terjadi di suatu negara, seperti politik, bencana alam, krisis, dan lain-lain (Puspitasari et al., 2015). Sehingga dalam indeks saham pada suatu kawasan cenderung relatif berbeda antar negara.

Kemudian, INFSG berdampak positif terhadap ISSI sehingga tidak mendukung hipotesis 2a yang diajukan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nasir et al. (2016) dan Firdausi et al. (2016). Sedangkan INFMY dan INFPH berdampak negatif terhadap ISSI sehingga mendukung hipotesis 2b dan 2c. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mawarni & Widiasmara (2018) dan Pasaribu & Firdaus (2013). Menurut Rachmawati & Laila (2015), inflasi relatif akan membawa dampak negatif bagi pemodal di pasar modal. Sedangkan menurut Firdausi et al. (2016), inflasi mengalami kenaikan disebabkan oleh adanya *pull demand inflation*.

SBSG dan SBMY berdampak positif terhadap ISSI sehingga tidak mendukung hipotesis 3a dan 3b. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Umam et al. (2019), Yuniati (2018), Rachmawati & Laila (2015) dan Pasaribu & Firdaus (2013). Sedangkan SBPH berdampak negatif terhadap ISSI sehingga mendukung hipotesis 3c yang diajukan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ardana & Maya (2019), Wibowo (2019), dan Mawarni & Widiasmara (2018). Menurut Tandelilin (2010) dalam Rachmawati & Laila (2015), suku bunga yang terlalu tinggi dapat mempengaruhi nilai sekarang aliran kas perusahaan.

Kemudian, SGD, MYR dan PHP berdampak positif terhadap ISSI sehingga tidak mendukung hipotesis 4a, 4b dan 4c yang diajukan. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuniarti & Litriani (2017), Asmy (2010), dan Saputra (2017). Menurut Yuniati (2018), kenaikan nilai tukar akan berpengaruh terhadap kenaikan harga yang terkait dengan sejumlah uang. Hal ini dapat mengubah penilaian investor sehingga mereka menanamkan modalnya, tidak terkecuali terhadap ISSI.

## SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa variabel yang memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap ISSI adalah variabel INFSG, KLSE, MYR, PHP, SBSG dan SGD. Kemudian, variabel yang memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan adalah variabel SBMY. Sedangkan variabel yang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap ISSI adalah INFPH, PSEI, dan SBPH. Variabel yang berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan adalah INFMY dan STI. Pada jangka pendek, variabel yang memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap ISSI adalah variabel INFPH, INFSG, KLSE, MYR, SBMY, SBSG, SGD dan STI. Sedangkan variabel yang berpengaruh negatif signifikan adalah variabel SBPH. Variabel yang berpengaruh negatif tidak signifikan adalah INFMY, PHP, dan PSEI. Oleh karena itu, bagi investor disarankan untuk mempertimbangkan informasi yang berhubungan dengan saham, misalnya suku bunga, kurs, inflasi, serta kondisi global (seperti indeks saham negara lain yang berdekatan atau negara maju dalam segala bidang terutama dari segi ekonomi). Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk melakukan penelitian dengan periode yang lebih panjang. Selain itu, pengembangan instrumen penelitian dan memperluas obyek penelitian juga dapat membuat penelitian menjadi lebih baik.

## DAFTAR RUJUKAN

- Ardana, Y., & Maya, S. (2019). Determinasi Faktor Fundamental Makroekonomi dan Indeks Harga Saham Syariah Internasional terhadap Indeks Harga Saham Syariah Indonesia. *Cakrawala: Jurnal Studi Islam*, 14(1), 1–15. <https://doi.org/10.31603/cakrawala.v14i1.2622>
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation* (Second). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Firdausi, A. N., Fahmi, I., & Saptono, I. T. (2016). Pengaruh Indeks Harga Saham Regional ASEAN dan Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Harga Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Al-Muzara'ah*, 4(2), 76–96. <https://doi.org/10.29244/jam.4.2.76-96>

- Hussin, M. Y. M., Muhammad, F., Abu, M. F., & Awang, S. A. (2012). Macroeconomic variables and Malaysian Islamic stock market: a time series analysis. *The Journal of Business Studies Quarterly (JBSQ)*, 3(4), 1–13.
- Ikrima, T. N. (2013). *Co-Integration Dan Contagion Effect Antara Pasar Saham Syariah di Indonesia, Malaysia, Eropa, dan Amerika saat Terjadinya Krisis Yunani*.
- Immanuel, R., & Satria, D. (2015). Analisis Pengaruh Indikator Makroekonomi dan Indeks Saham Regional ASEAN Terhadap Pasar Saham Indonesia (IHSG) Periode Pada Tahun 2009-2014. 10(2), 1–17. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Kewal, S. S. (2012). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs, Dan Pertumbuhan PDB Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *Jurnal Economia*, 8(1), 53–64. <https://doi.org/10.21831/economia.v8i1.801>
- Kuwornu, J. K. M., & Victor, O.-N. (2011). Macroeconomic Variables and Stock Market Returns : Full Information Maximum Likelihood Estimation. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2(4), 49–64.
- Mawarni, C. P., & Widiastara, A. (2018). Pengaruh FED Rate, Harga Minyak Dunia, BI Rate, Inflasi Dan Kurs Rupiah Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode Tahun 2011-2017. *Jurnal Inventory*, 2(2), 281–297.
- Mohamed Asmy, M. T. T., Wisiam, R., Aris, H., & Md. Fouad, A. (2010). Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices Inmalaysia : An Approach of Error Correction Model. *Munich Personal RePEc Archive*, (20979), 1–33.
- Nasir, M., Fakriah, & Ayuwandirah. (2016). Analisis Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia Dengan Metode Pendekatan Vector Autoregression. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 15(1), 1009–1010. <https://doi.org/10.1093/oseo/instance.00217122>
- Pasaribu, R. B. F., & Firdaus, M. (2013). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis (JEB)*, 7(2), 117–132.
- Puspitasari, A., Siregar, H., & Andati, T. (2015). Analisis Integrasi Bursa Saham ASEAN 5 (Analysis of Stock Exchange Integration of ASEAN 5). *Jurnal Ekonomi Dan Kebijakan Pembangunan*, 4(2), 187–206.
- Rachmawati, M., & Laila, N. (2015). Faktor Makroekonomi yang Mempengaruhi Pergerakan Harga Saham pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 2(11), 928–942.
- Saputra, R. (2017). *Pengaruh BI Rate, Inflasi, Nilai Tukar Rupiah dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)* (UIN Raden Fatah). <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>
- Sari, R. (2018). *Analisis Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar Rupiah dan Suku Bunga Bank Indonesia Terhadap Harga Saham*.
- Suciningtias, S., & Khoiroh, R. (2015). Analisis Dampak Variabel Makro Ekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *2nd Conference in Business, Accounting, and Management*, 2(1), 398–412.
- Sudarsono, H. (2018). Indikator Makroekonomi dan Pengaruhnya Terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia. *Esensi: Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 8(2). <https://doi.org/10.15408/ess.v8i2.7219>
- Umam, A. K., Ratnasari, R. T., & Herianingrum, S. (2019). The Effect of Macroeconomic Variables in Predicting Indonesian Sharia Stock Index. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam (JEBIS)*, 5(2), 223–240. <https://doi.org/10.1017/S0033291705006665>
- Wibowo, F. W. (2019). Determinan Tingkat Suku Bunga , Indeks Dow Jones, Nikkei 225, dan Straits Time Terhadap ISSI. *El Dinar: Jurnal Keuangan Dan Perbankan Syariah*, 7(1), 32–47.
- Yuniarti, D., & Litriani, E. (2017). Pengaruh Inflasi Dan Nilai Tukar Rupiah Terhadap Harga Saham Di Sektor Industri Barang Konsumsi Pada Indeks Saham Syariah Indonesia (Issi) Tahun 2012-2016. *I-Finance*, 1(1), 31–52.
- Yuniati, H. (2018). Pengaruh Nilai Tukar (Kurs) dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Return Saham Syariah Dengan Menggunakan Variabel Intervening Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Jurnal Ekobis Dewantara*, 1(5), 92–101. <https://doi.org/10.1017/CBO9781107415324.004>