MUSYTARI
ISSN : 3025-9495
Neraca Akuntansi Manajemen, Ekonomi
Vol 25 No 9 Tahun 2026

ANALISIS PENGARUH KETIDAKPASTIAN GLOBAL, INDIKATOR MAKROEKONOMI, DAN INSTRUMEN MONETER SYARIAH TERHADAP INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA (ISSI): PENDEKATAN *VECTOR ERROR CORRECTION MODEL* (VECM)

Fadhil Zayd Khalilullah
Program Studi Ekonomi Islam, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Padjadjaran
fadhil22001@mail.unpad.ac.id

Abstrak

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan indikator kinerja pasar saham syariah yang pergerakannya dipengaruhi oleh berbagai faktor ekonomi. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU), inflasi, nilai tukar, imbal hasil Pasar Uang Antarbank Syariah (PUAS), dan imbal hasil Fasilitas Simpanan Bank Indonesia Syariah (FASBIS) terhadap ISSI, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Penelitian menggunakan data sekunder bulanan periode Januari 2014–November 2025 yang dianalisis dengan pendekatan *Vector Error Correction Model* (VECM), dilengkapi dengan analisis *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Hasil pengujian kointegrasi Johansen menunjukkan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang antarvariabel. Estimasi VECM menunjukkan bahwa dalam jangka pendek tidak terdapat variabel yang berpengaruh signifikan terhadap ISSI, sedangkan dalam jangka panjang GEPU, nilai tukar, dan PUAS berpengaruh positif signifikan, FASBIS berpengaruh negatif signifikan, dan inflasi tidak berpengaruh signifikan. Hasil IRF menunjukkan bahwa ISSI merespons guncangan dari seluruh variabel penelitian dan bergerak menuju kondisi keseimbangan dalam jangka panjang, sedangkan hasil FEVD menunjukkan bahwa GEPU memberikan kontribusi terbesar dalam menjelaskan variasi pergerakan ISSI, diikuti oleh FASBIS, PUAS, inflasi, dan nilai tukar. Temuan ini mengindikasikan bahwa dinamika pasar modal syariah Indonesia lebih dipengaruhi oleh ketidakpastian ekonomi global dan kebijakan moneter syariah dibandingkan indikator makroekonomi domestik.

Kata Kunci: *ISSI, GEPU, inflasi, nilai tukar, instrumen moneter syariah, VECM*

Article history
Received: July 2026
Reviewed: July 2026
Published: August 2026

Plagiarism checker no: 80

Copyright: Author
Publish by: Musytari

This work is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License

ISSN : 3025-9495

Abstract

The Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) is a key indicator of Islamic stock market performance, whose movement is influenced by a range of economic factors. This study analyzes the effects of Global Economic Policy Uncertainty (GEPU), inflation, the exchange rate, the yield of the Islamic Interbank Money Market (PUAS), and the yield of the Bank Indonesia Sharia Deposit Facility (FASBIS) on ISSI in both the short and long run. Using monthly secondary data from January 2014 to November 2025, the study applies a Vector Error Correction Model (VECM), complemented by Impulse Response Function (IRF) and Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) analyses. The Johansen cointegration test confirms a long-run equilibrium relationship among the variables. VECM estimation shows that no variable has a significant short-run effect on ISSI, while in the long run GEPU, the exchange rate, and PUAS have significant positive effects, FASBIS has a significant negative effect, and inflation has no significant effect. The IRF results show that ISSI responds to shocks from all variables before converging toward equilibrium, while the FEVD results indicate that GEPU contributes the most to explaining ISSI's variation, followed by FASBIS, PUAS, inflation, and the exchange rate. These findings suggest that Indonesia's Islamic capital market is shaped more by global economic uncertainty and sharia monetary policy than by domestic macroeconomic indicators.

***Keywords**: ISSI, GEPU, inflation, exchange rate, sharia monetary instruments, VECM*

1. PENDAHULUAN

Investasi pada saham syariah semakin diminati di berbagai negara dengan mayoritas penduduk Muslim, termasuk Indonesia, seiring dengan karakteristik saham syariah yang beroperasi berdasarkan prinsip-prinsip Islam sehingga sesuai dengan preferensi investor Muslim dalam mengambil keputusan investasi (Nurtiyasari & Rosadi, 2025). Salah satu tonggak penting perkembangan pasar modal syariah Indonesia adalah peluncuran Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) oleh Bapepam-LK bersama Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) pada 12 Mei 2011, yang mencakup seluruh saham dalam Daftar Efek Syariah (DES). Dengan cakupan yang luas, ISSI berfungsi tidak hanya sebagai indikator kinerja pasar saham syariah, tetapi juga sebagai cerminan perkembangan pasar keuangan syariah dan kondisi perekonomian nasional (Asutay et al., 2023; Sudarsono, 2024).

Berdasarkan data Otoritas Jasa Keuangan (OJK, 2025), kapitalisasi pasar ISSI meningkat dari Rp1.968.091,37 miliar pada tahun 2011 menjadi Rp8.971.683,58 miliar pada Desember 2025, atau tumbuh sekitar 355,8%, diiringi peningkatan jumlah saham dalam DES dari 225 menjadi 688 saham. Meskipun demikian, secara historis periode 2014–2025 pergerakan ISSI tetap menunjukkan dinamika yang fluktuatif dalam jangka pendek: dari 161,50 poin pada 2014, sempat turun ke 152,94 poin pada 2020 akibat tekanan pandemi Covid-19, sebelum pulih dan mencapai puncaknya sebesar 247,47 poin pada 2025. Fluktuasi ini mengindikasikan bahwa kinerja ISSI dipengaruhi oleh berbagai faktor, salah satunya ketidakpastian ekonomi global.

Ketidakpastian kebijakan ekonomi global tercermin dalam indeks *Global Economic Policy Uncertainty* (GEPU) yang disusun oleh Davis (2016) berdasarkan rata-rata tertimbang PDB dari indeks EPU nasional 16 negara yang merepresentasikan sekitar dua pertiga output dunia. Selama 2014–2025, GEPU meningkat dari 107,96 poin menjadi 404,00 poin, dengan lonjakan tajam pada 2020 (pandemi Covid-19) dan 2022 (konflik Rusia–Ukraina), meski beberapa periode ISSI justru menunjukkan ketahanan terhadap peningkatan tersebut. Fenomena ini sejalan dengan temuan yang tidak konsisten dalam literatur: Mashilal et al. (2023) dan Nofrianto et al. (2024) menemukan saham syariah Indonesia relatif tahan terhadap ketidakpastian kebijakan ekonomi global, sedangkan Adam et al. (2022) menemukan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi umumnya berdampak negatif terhadap return saham syariah global.

Selain ketidakpastian global, indikator makroekonomi domestik berupa inflasi dan nilai tukar turut menjadi perhatian karena mencerminkan stabilitas daya beli dan ketahanan ekonomi domestik (Noviyanti et al., 2024). Hasil penelitian terdahulu juga belum konsisten: Sudarsono (2024) menemukan inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap ISSI, sedangkan Wahyudi et al. (2025) menemukan pengaruh negatif signifikan. Demikian pula untuk nilai tukar, Nugroho et al. (2023) menemukan pengaruh negatif signifikan, sementara Wahyudi et al. (2025) menemukan apresiasi nilai tukar berdampak positif terhadap kinerja saham syariah.

Dinamika ISSI juga dipengaruhi oleh instrumen moneter syariah yang digunakan Bank Indonesia dalam pengelolaan likuiditas, khususnya Pasar Uang Antarbank Syariah (PUAS) dan Fasilitas Simpanan Bank Indonesia Syariah (FASBIS), yang berperan langsung dalam pengelolaan likuiditas jangka pendek perbankan syariah (Ascarya, 2012; Bayuni & Srisusilawati, 2018). Penelitian mengenai instrumen moneter syariah masih didominasi oleh Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) dengan hasil yang beragam (Azizi, 2018; Novianti, 2022; Chotib & Huda, 2019), sementara kajian yang mengaitkan PUAS dan FASBIS dengan ISSI masih relatif terbatas.

Berdasarkan uraian di atas, terdapat celah penelitian (research gap) yang perlu dikaji lebih lanjut, yaitu: (1) inkonsistensi temuan mengenai pengaruh ketidakpastian global, indikator makroekonomi, dan instrumen moneter syariah terhadap pasar saham syariah; (2) terbatasnya penelitian yang memasukkan PUAS dan FASBIS secara bersamaan; dan (3) belum banyak penelitian yang mengintegrasikan ketiga kelompok variabel tersebut dalam satu model VECM yang sekaligus dilengkapi analisis *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD). Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk (1) menganalisis pengaruh GEPU, inflasi, nilai tukar, PUAS, dan FASBIS terhadap ISSI dalam jangka pendek dan jangka panjang; (2) menganalisis respons ISSI terhadap guncangan dari kelima variabel tersebut melalui IRF; dan (3) menganalisis kontribusi masing-masing variabel dalam menjelaskan variasi pergerakan ISSI melalui FEVD.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

Penelitian ini mengacu pada *Arbitrage Pricing Theory* (APT), yang menjelaskan bahwa return suatu aset dipengaruhi oleh berbagai faktor makroekonomi dan bukan hanya oleh satu faktor risiko pasar sebagaimana dalam *Capital Asset Pricing Model*. Dalam konteks ISSI, kerangka APT relevan untuk menjelaskan bagaimana ketidakpastian ekonomi global (GEPU), indikator makroekonomi (inflasi dan nilai tukar), serta instrumen moneter syariah (PUAS dan FASBIS) secara bersama-sama membentuk faktor risiko sistematis yang tercermin pada pergerakan indeks saham syariah.

Pasar modal syariah, sebagaimana ISSI, beroperasi berdasarkan prinsip syariah yang melarang unsur riba, gharar, maysir, dan bai ma'dum. Sebagai indikator kinerja saham syariah yang tercatat dalam Daftar Efek Syariah, pergerakan ISSI mencerminkan tidak hanya

sentimen investor terhadap emiten syariah, tetapi juga kondisi makroekonomi dan keuangan syariah secara lebih luas (Abdalloh, 2019).

Instrumen moneter syariah, termasuk PUAS dan FASBIS, merupakan bagian dari mekanisme transmisi kebijakan moneter ganda di Indonesia yang mempengaruhi likuiditas perbankan syariah melalui jalur likuiditas (liquidity channel) dan jalur harga aset (asset price channel) (Ascarya, 2012). Perubahan imbal hasil kedua instrumen tersebut berpotensi memengaruhi preferensi investor dalam mengalokasikan dana antara pasar uang dan pasar modal syariah, sehingga berimplikasi pada pergerakan ISSI.

2.2 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran penelitian ini menempatkan ISSI sebagai variabel dependen yang dipengaruhi oleh tiga kelompok variabel independen, yaitu ketidakpastian global (GEPU), indikator makroekonomi (inflasi dan nilai tukar), dan instrumen moneter syariah (PUAS dan FASBIS). Peningkatan ketidakpastian global umumnya mendorong investor untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan investasi, sementara perubahan inflasi dan nilai tukar memengaruhi ekspektasi investor terhadap kinerja perusahaan. Di sisi lain, perubahan imbal hasil PUAS dan FASBIS memengaruhi kondisi likuiditas sistem keuangan syariah yang pada gilirannya turut memengaruhi alokasi dana investor. Seluruh hubungan tersebut dianalisis secara simultan menggunakan model VECM yang dilengkapi dengan analisis IRF untuk melihat respons ISSI terhadap guncangan, serta FEVD untuk mengukur kontribusi relatif masing-masing variabel terhadap variasi pergerakan ISSI.

2.3 Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, hipotesis penelitian dirumuskan sebagai berikut:

H1: Terdapat hubungan keseimbangan jangka panjang (kointegrasi) antara ketidakpastian global, indikator makroekonomi, dan instrumen moneter syariah terhadap ISSI.
H2: GEPU berpengaruh terhadap ISSI dalam jangka pendek dan jangka panjang.
H3: Inflasi berpengaruh terhadap ISSI dalam jangka pendek dan jangka panjang.
H4: Nilai tukar berpengaruh terhadap ISSI dalam jangka pendek dan jangka panjang.
H5: Imbal hasil PUAS berpengaruh terhadap ISSI dalam jangka pendek dan jangka panjang.
H6: Imbal hasil FASBIS berpengaruh terhadap ISSI dalam jangka pendek dan jangka panjang.
H7: ISSI merespons shock atau guncangan yang berasal dari GEPU, inflasi, nilai tukar, PUAS, dan FASBIS.
H8: Terdapat perbedaan kontribusi masing-masing variabel (GEPU, inflasi, nilai tukar, PUAS, dan FASBIS) dalam menjelaskan variasi pergerakan ISSI.

3. METODE PENELITIAN

3.1 Data dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder berupa rangkaian waktu bulanan (monthly time series) periode Januari 2014–November 2025. Data ISSI diperoleh dari www.investing.com berdasarkan harga penutupan (closing price) akhir bulan; data GEPU dari www.policyuncertainty.com; sedangkan data nilai tukar (kurs JISDOR), inflasi (IHK), imbal hasil PUAS, dan imbal hasil FASBIS diperoleh dari publikasi resmi Bank Indonesia. Pengolahan data awal dilakukan dengan Ms. Excel, sedangkan analisis ekonometrika menggunakan perangkat lunak EViews 14.

3.2 Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Indikator/Satuan	Sumber Data
ISSI (Y)	Indeks komposit saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia, diluncurkan 12 Mei 2011 oleh Bapepam-LK dan DSN-MUI.	Indeks komposit (nominal)	Investing.com
GEPU (X1)	Indeks yang mencerminkan dinamika ketidakpastian kebijakan ekonomi global akibat krisis keuangan, konflik geopolitik, dan perubahan kebijakan ekonomi.	Indeks komposit (nominal)	policyuncertainty.com
Inflasi (X2)	Kenaikan harga barang dan jasa secara umum dalam suatu periode, diukur melalui Indeks Harga Konsumen (IHK).	Persen (rasio)	Bank Indonesia
Nilai Tukar (X3)	Nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS berdasarkan Jakarta Interbank Spot Dollar Rate (JISDOR).	Rupiah per USD (nominal)	Bank Indonesia
PUAS (X4)	Mekanisme pinjam-meminjam dana antarbank syariah dengan jangka waktu overnight hingga satu tahun.	Tingkat imbal hasil (%)	Bank Indonesia
FASBIS (X5)	Fasilitas penempatan dana jangka pendek berprinsip syariah yang disediakan Bank Indonesia bagi bank syariah.	Tingkat imbal hasil (%)	Bank Indonesia

Sumber: diolah dari data penelitian

3.3 Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan analisis time series multivariat dengan pendekatan *Vector Autoregressive* (VAR) dan/atau *Vector Error Correction Model* (VECM). Model VAR digunakan apabila seluruh variabel stasioner pada tingkat level, sedangkan VECM digunakan apabila variabel tidak stasioner pada tingkat level namun terdapat hubungan kointegrasi (Mashilal et al., 2023). VECM merupakan bentuk VAR terestriksi yang menggabungkan mekanisme koreksi kesalahan (error correction) untuk menangkap dinamika jangka pendek sekaligus hubungan keseimbangan jangka panjang antarvariabel (Gujarati, 2012).

Model penelitian ini mengacu pada spesifikasi VECM yang digunakan oleh Mashilal et al. (2023), dengan ISSI (dalam bentuk logaritma natural) sebagai variabel dependen dan GEPU, nilai tukar (dalam logaritma natural), inflasi, PUAS, serta FASBIS sebagai variabel independen. Tahapan analisis meliputi: (1) uji stasioneritas data menggunakan Augmented Dickey-Fuller (ADF) test pada tingkat level dan first difference; (2) uji panjang lag optimum berdasarkan kriteria Akaike Information Criterion (AIC) terkecil; (3) uji stabilitas VAR melalui akar karakteristik (roots of characteristic polynomial); (4) uji kointegrasi Johansen (trace statistic dan max-eigenvalue statistic); (5) estimasi VECM untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang; (6) analisis Impulse Response Function (IRF) untuk melihat respons ISSI terhadap guncangan tiap variabel; dan (7) analisis Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) untuk mengukur kontribusi relatif tiap variabel terhadap variasi ISSI. Pengujian signifikansi pada estimasi VECM dilakukan dengan membandingkan nilai absolut t-statistic terhadap t-tabel sebesar 1,97756 pada taraf signifikansi 5%.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Statistik Deskriptif

Seluruh variabel penelitian memiliki jumlah observasi yang sama, yaitu 143 data bulanan. Ringkasan statistik deskriptif disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Statistik	LNISSI	LNGEPU	INF	LNKURS	PUAS	FASBIS
Mean	5,215492	5,295460	3,510070	9,563388	4,654126	4,438811
Maximum	5,708040	6,435111	8,360000	9,730744	7,300000	5,750000
Minimum	4,897765	4,512487	-0,090000	9,343739	0,840000	2,750000
Std. Dev.	0,148241	0,387856	1,743384	0,087512	1,672399	0,989921
Observasi	143	143	143	143	143	143

Sumber: Output EViews-14 (data diolah)

Variabel inflasi dan PUAS menunjukkan tingkat variasi tertinggi (standar deviasi masing-masing 1,743384 dan 1,672399), sedangkan nilai tukar menunjukkan pergerakan paling stabil (standar deviasi 0,087512). Nilai minimum inflasi yang negatif (-0,09) mengindikasikan adanya periode deflasi selama masa pengamatan.

4.2 Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas dilakukan menggunakan Augmented Dickey-Fuller (ADF) test untuk memastikan data terhindar dari regresi lancung (spurious regression). Hasil pengujian pada tingkat level (Tabel 3) menunjukkan bahwa seluruh variabel memiliki nilai probabilitas lebih besar dari α = 5% sehingga tidak stasioner.

Tabel 3. Uji Stasioneritas pada Tingkat Level dan First Difference

Variabel	ADF (Level)	Prob. (Level)	Ket. (Level)	ADF (1st Diff.)	Prob. (1st Diff.)	Ket. (1st Diff.)
LNISSI	-0,108566	0,9454	Tidak Stasioner	-10,30634	0,0000	Stasioner
LNGEPU	-2,285238	0,1782	Tidak Stasioner	-16,52563	0,0000	Stasioner
INF	-2,824009	0,0574	Tidak Stasioner	-9,559185	0,0000	Stasioner
LNKURS	-1,716826	0,4206	Tidak Stasioner	-11,22715	0,0000	Stasioner
PUAS	-2,101081	0,2447	Tidak Stasioner	-12,87568	0,0000	Stasioner
FASBIS	-1,921269	0,3218	Tidak Stasioner	-6,517022	0,0000	Stasioner

Sumber: Output EViews-14 (data diolah). Nilai kritis MacKinnon 5% ≈ -2,88.

ISSN : 3025-9495

Setelah dilakukan diferensiasi pertama (first difference), seluruh variabel menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0,0000 (< 0,05) sehingga dinyatakan stasioner pada derajat yang sama, yaitu I(1). Kondisi ini memenuhi prasyarat untuk melanjutkan pengujian ke tahap uji kointegrasi.

4.3 Uji Lag Optimum

Penentuan jumlah lag dalam model VAR didasarkan pada beberapa kriteria, yaitu *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SC), dan *Hannan-Quinn Criterion* (HQ). Hasil uji panjang lag (Lag Length) ditentukan berdasarkan jumlah bintang terbanyak yang direkomendasikan dari masing-masing kriteria uji lag length. Berdasarkan tabel 4, menunjukkan bahwa semua kriteria memilih lag 2 sebagai lag optimal. Oleh karena itu, panjang lag optimal yang digunakan dalam penelitian ini adalah lag 2.

Tabel 4. Uji Lag Optimum

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	414.9315	NA	9.00e-11	-6.103455	-5.973701*	-6.050728
1	491.1020	144.3829	4.95e-11	-6.703015	-5.794737	-6.333920*
2	529.6802	69.67102*	4.77e-11*	-6.741495*	-5.054693	-6.056033
3	555.2498	43.88815	5.62e-11	-6.585818	-4.120491	-5.583989
4	578.9543	38.56403	6.86e-11	-6.402303	-3.158452	-5.084106
5	609.0176	46.21676	7.68e-11	-6.313696	-2.291321	--4.679132
6	638.3900	42.52421	8.80e-11	-6.214776	-1.413877	-4.263846
7	662.2520	32.40963	1.11e-10	-6.033612	-0.454189	-3.766315
8	681.9033	24.93068	1.52e-10	-5.789601	0.568346	-3.205937

Sumber: Output EViews-14 (data diolah).

4.4 Stabilitas VAR

Pengujian ini bertujuan untuk menguji kestabilan dari model VAR, apabila terjadi kondisi dimana model VAR tidak stabil maka hasil estimasi pada penelitian akan menjadi tidak valid. ika model VAR tidak dikatakan stabil maka tidak layak untuk ke tahap *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) (Gujarati, 2012).

Tabel 5. Uji Stabilitas VAR

Root	Modulus
0.019743 - 0.620792i	0.621106
0.019743 + 0.620792i	0.621106
-0.594068	0.594068
0.582263	0.582263

Root	Modulus
-0.190665 - 0.521757i	0.555503
-0.190665 + 0.521757i	0.555503
0.021138 - 0.467794i	0.468271
0.021138 + 0.467794i	0.468271
0.446830	0.446830
0.175074	0.175074
-0.123448 - 0.063176i	0.138675
-0.123448 + 0.063176i	0.138675

Sumber: Output EViews-14 (data diolah). No root lies outside the unit circle. VAR satisfies the stability condition

Penentuan Berdasarkan hasil uji stabilitas VAR pada Tabel 4.5, seluruh nilai modulus akar karakteristik berada di bawah satu, dengan nilai modulus tertinggi sebesar 0.621106 dan terendah sebesar 0.138675. Hasil ini mengindikasikan bahwa model VAR yang digunakan telah memenuhi kondisi stabilitas (stable VAR), sehingga estimasi VECM yang dilakukan dapat dianggap valid dan layak untuk dianalisis lebih lanjut, termasuk melalui uji *Impulse Response Function* (IRF) dan *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD).

4.5 Uji Kointegrasi Johansen

Hasil uji stasioneritas menunjukkan bahwa seluruh variabel penelitian telah mencapai kondisi stasioner pada tingkat *first difference*. Temuan ini mengindikasikan bahwa model yang berpotensi digunakan adalah VAR dalam bentuk *first difference* atau VECM. Untuk menentukan model yang paling tepat, selanjutnya dilakukan uji kointegrasi Johansen guna mengetahui keberadaan hubungan kointegrasi antar variabel. Uji ini melihat perbandingan antara *trace statistic* dan *critical value* 5%, apabila *trace statistic* lebih besar daripada *critical value* maka dapat disimpulkan dalam model terdapat kointegrasi (Stock & Watson, 2015).

Tabel 5. Uji Kointegrasi

Hipotesis	Eigenvalue	Trace Statistic	Crit. Value 5%	Max-Eigen Statistic	Crit. Value 5%	Prob.
None*	0,501759	321,2432	95,75366	96,83739	40,07757	0,0000
At most 1*	0,431277	224,4058	69,81889	78,44617	33,87687	0,0000
At most 2*	0,347619	145,9596	47,85613	59,37067	27,58434	0,0000
At most 3*	0,296877	86,58894	29,79707	48,95899	21,13162	0,0000
At most 4*	0,146685	37,62996	15,49471	22,04902	14,26460	0,0024
At most 5*	0,106039	15,58094	3,841465	15,58094	3,841465	0,0001

Sumber: Output EViews-14 (data diolah).
Kedua metode mengidentifikasi 7 persamaan kointegrasi pada taraf 5%.

ISSN : 3025-9495

Kedua metode pengujian menunjukkan nilai statistik uji yang lebih besar daripada nilai kritis 5% pada seluruh hipotesis, dengan probabilitas 0,0000, dan mengidentifikasi tujuh persamaan kointegrasi. Hasil ini mengonfirmasi adanya hubungan keseimbangan jangka panjang antara ketidakpastian global, indikator makroekonomi, dan instrumen moneter syariah terhadap ISSI, sehingga hipotesis pertama (H1) diterima dan model yang tepat digunakan adalah VECM.

4.6 Estimasi VECM

Estimasi VECM dilakukan dengan ISSI (LNISSI) sebagai variabel dependen. Suatu variabel dinyatakan berpengaruh signifikan apabila nilai absolut t-statistic lebih besar dari t-tabel sebesar 1,97756 pada taraf signifikansi 5%. Hasil estimasi jangka pendek dan jangka panjang disajikan pada Tabel 5.

Tabel 5. Hasil Estimasi VECM

Variabel (Jangka Pendek)	Koefisien	t-Statistic	Keterangan
ECT (COINTEQ1)	0,022661	0,48513	Tidak Signifikan
D(LNISSI(-1),2)	-0,621167	-5,81610	Signifikan
D(LNISSI(-2),2)	-0,173230	-1,73313	Tidak Signifikan
D(LNGEPU(-1),2)	0,042998	1,63115	Tidak Signifikan
D(LNGEPU(-2),2)	0,027221	1,43651	Tidak Signifikan
D(INF(-1),2)	0,004685	0,74432	Tidak Signifikan
D(INF(-2),2)	0,002086	0,33867	Tidak Signifikan
D(LNKURS(-1),2)	-0,016211	-0,09141	Tidak Signifikan
D(LNKURS(-2),2)	-0,140829	-0,80876	Tidak Signifikan
D(PUAS(-1),2)	-0,000352	0,06037	Tidak Signifikan
D(PUAS(-2),2)	0,000263	0,06935	Tidak Signifikan
D(FASBIS(-1),2)	0,025926	0,99267	Tidak Signifikan
D(FASBIS(-2),2)	0,039068	1,45041	Tidak Signifikan

Sumber: Output EViews-14 (data diolah)

Tabel 6. Hasil Estimasi VECM Jangka Panjang

Variabel (Jangka Panjang)	Koefisien	t-Statistic	Keterangan
LNGEPU(-1)	0,621649	6,80715	Signifikan (positif)
INF(-1)	-0,034774	-1,55734	Tidak Signifikan
LNKURS(-1)	2,105790	2,87575	Signifikan (positif)
PUAS(-1)	0,161434	7,42606	Signifikan (positif)
FASBIS(-1)	-0,202698	-3,24510	Signifikan (negatif)

Sumber: Output EViews-14 (data diolah)

Hasil estimasi menunjukkan bahwa dalam jangka pendek tidak terdapat variabel yang berpengaruh signifikan terhadap ISSI, termasuk Error Correction Term (ECT) yang tidak signifikan (t-statistic 0,48513), yang mengindikasikan mekanisme penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang belum berlangsung secara signifikan dalam jangka pendek. Sementara itu, dalam jangka panjang, GEPU (koefisien 0,621649), nilai tukar (koefisien 2,105790), dan PUAS (koefisien 0,161434) berpengaruh positif dan signifikan terhadap ISSI, FASBIS berpengaruh negatif dan signifikan (koefisien -0,202698), sedangkan inflasi tidak berpengaruh signifikan.

a. Pengaruh GEPU terhadap ISSI

GEPU tidak berpengaruh signifikan terhadap ISSI dalam jangka pendek, namun berpengaruh positif dan signifikan dalam jangka panjang, sehingga hipotesis kedua (H2) diterima sebagian. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor pasar modal syariah tidak serta-merta merespons peningkatan ketidakpastian global dalam waktu singkat, melainkan memerlukan waktu untuk menilai dampaknya terhadap kondisi ekonomi dan kinerja emiten sebelum tercermin pada pergerakan ISSI dalam jangka panjang.

b. Pengaruh Inflasi terhadap ISSI

Inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap ISSI baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, sehingga hipotesis ketiga (H3) ditolak. Meskipun demikian, arah koefisien negatif dalam jangka panjang mengindikasikan bahwa kenaikan inflasi cenderung diikuti oleh penurunan ISSI, sejalan dengan temuan Sudarsono (2024) yang juga tidak menemukan pengaruh signifikan inflasi terhadap ISSI.

c. Pengaruh Nilai Tukar terhadap ISSI

Nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap ISSI dalam jangka pendek, tetapi berpengaruh positif dan signifikan dalam jangka panjang, sehingga hipotesis keempat (H4) diterima sebagian. Arah hubungan positif ini sejalan dengan temuan Wahyudi et al. (2025) yang menunjukkan bahwa penguatan nilai tukar dapat meningkatkan daya saing emiten berbasis ekspor dan menarik aliran investasi ke pasar modal syariah.

d. Pengaruh PUAS terhadap ISSI

Imbal hasil PUAS tidak berpengaruh signifikan terhadap ISSI dalam jangka pendek, namun berpengaruh positif dan signifikan dalam jangka panjang, sehingga hipotesis kelima (H5) diterima sebagian. Peningkatan imbal hasil PUAS mencerminkan perbaikan pengelolaan likuiditas antarbank syariah yang mendukung fungsi intermediasi perbankan syariah dan pada akhirnya turut mendorong kinerja emiten syariah yang tercermin dalam ISSI (Ascarya, 2012; Bayuni & Srisusilawati, 2018).

e. Pengaruh FASBIS terhadap ISSI

Imbal hasil FASBIS tidak berpengaruh signifikan terhadap ISSI dalam jangka pendek, tetapi berpengaruh negatif dan signifikan dalam jangka panjang, sehingga hipotesis keenam (H6) diterima sebagian. Kenaikan imbal hasil FASBIS mendorong bank syariah menempatkan kelebihan likuiditas pada instrumen tersebut alih-alih menyalurkannya ke sektor riil atau pasar modal syariah, sehingga berpotensi mengurangi aliran dana ke ISSI (Ascarya, 2012; Nikmah & Hidayati, 2021; Winarto & Beik, 2024).

4.7 *Impulse Response Function* (IRF)

Analisis IRF digunakan untuk melihat respons ISSI terhadap guncangan (shock) satu standar deviasi dari masing-masing variabel selama 20 periode ke depan. Hasil menunjukkan bahwa ISSI merespons positif guncangan GEPU, dengan respons tertinggi sebesar 0,011292% pada periode ke-2 sebelum stabil pada kisaran 0,0034% hingga akhir periode. Respons terhadap guncangan inflasi juga positif, dengan puncak 0,002097% pada periode ke-3. Berbeda dengan variabel lainnya, respons ISSI terhadap guncangan nilai tukar berubah arah dari positif pada periode ke-2 (0,000562%) menjadi negatif sejak periode ke-

3 dan bertahan pada area negatif hingga akhir periode. Guncangan PUAS direspons secara berfluktuasi pada periode awal sebelum stabil positif sebesar 0,001085% pada periode ke-20, sedangkan guncangan FASBIS direspons positif sepanjang periode dengan puncak 0,006554% pada periode ke-3 sebelum menurun bertahap menuju 0,003311% pada periode ke-20.

Secara keseluruhan, ISSI merespons guncangan dari seluruh variabel penelitian dengan pola respons yang mengecil dan bergerak menuju titik keseimbangan pada periode-periode berikutnya, mengindikasikan bahwa pengaruh guncangan bersifat sementara. Dengan demikian, hipotesis ketujuh (H7) diterima.

4.8 *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD)

Analisis FEVD digunakan untuk mengukur kontribusi relatif masing-masing variabel dalam menjelaskan variasi pergerakan ISSI. Ringkasan hasil FEVD pada periode terpilih disajikan pada Tabel 7.

Tabel 7. Hasil Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) – Kontribusi terhadap Varians ISSI (%)

Periode	GEPU	Inflasi	Nilai Tukar	PUAS	FASBIS
2	5,657571	0,105163	0,014009	0,836204	0,374334
5	3,699543	0,231896	0,064781	0,560094	1,608036
10	3,139902	0,217326	0,058371	0,483886	1,833143
15	2,854432	0,208021	0,052672	0,408035	1,885269
20	2,692358	0,203767	0,049742	0,365174	1,916716

Sumber: Output EViews-14 (data diolah)

Pada periode ke-20, GEPU memberikan kontribusi terbesar dalam menjelaskan variasi ISSI (2,692358%), diikuti oleh FASBIS (1,916716%), PUAS (0,365174%), inflasi (0,203767%), dan nilai tukar (0,049742%). Urutan kontribusi ini menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, variasi pergerakan ISSI lebih banyak dijelaskan oleh ketidakpastian ekonomi global dan instrumen moneter syariah dibandingkan indikator makroekonomi domestik, sejalan dengan mekanisme transmisi moneter syariah melalui jalur likuiditas dan jalur harga aset (Ascarya, 2012). Dengan demikian, hipotesis kedelapan (H8) diterima.

4.8 Ringkasan Pengujian Hipotesis

Tabel 8. Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis	Pernyataan Singkat	Hasil
H1	Terdapat kointegrasi jangka panjang antarvariabel terhadap ISSI	Diterima
H2	GEPU berpengaruh terhadap ISSI (pendek & panjang)	Diterima sebagian (signifikan jangka panjang)
H3	Inflasi berpengaruh terhadap ISSI (pendek & panjang)	Ditolak
H4	Nilai tukar berpengaruh terhadap ISSI (pendek & panjang)	Diterima sebagian (signifikan jangka panjang)

Hipotesis	Pernyataan Singkat	Hasil
H5	PUAS berpengaruh terhadap ISSI (pendek & panjang)	Diterima sebagian (signifikan jangka panjang)
H6	FASBIS berpengaruh terhadap ISSI (pendek & panjang)	Diterima sebagian (signifikan jangka panjang)
H7	ISSI merespons shock dari seluruh variabel	Diterima
H8	Terdapat perbedaan kontribusi antarvariabel terhadap variasi ISSI	Diterima

Sumber: diolah dari hasil penelitian

5. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis VECM terhadap pengaruh GEPU, inflasi, nilai tukar, PUAS, dan FASBIS terhadap ISSI periode Januari 2014–November 2025, dapat disimpulkan tiga hal utama. Pertama, dalam jangka pendek tidak terdapat variabel yang berpengaruh signifikan terhadap ISSI, sedangkan dalam jangka panjang GEPU, nilai tukar, dan PUAS berpengaruh positif signifikan, FASBIS berpengaruh negatif signifikan, dan inflasi tidak berpengaruh signifikan. Kedua, hasil IRF menunjukkan bahwa ISSI merespons guncangan dari seluruh variabel penelitian, dengan respons yang berfluktuasi pada periode awal sebelum bergerak menuju kondisi stabil, yang mengindikasikan bahwa dampak guncangan bersifat sementara. Ketiga, hasil FEVD menunjukkan bahwa GEPU merupakan variabel dengan kontribusi terbesar dalam menjelaskan variasi pergerakan ISSI, diikuti oleh FASBIS, PUAS, inflasi, dan nilai tukar, yang menegaskan bahwa ketidakpastian ekonomi global dan instrumen moneter syariah memiliki peran lebih dominan dibandingkan indikator makroekonomi domestik dalam menjelaskan dinamika pasar modal syariah Indonesia.

5.2 Saran

Bagi investor pasar modal syariah, perkembangan ketidakpastian ekonomi global, nilai tukar rupiah, serta instrumen moneter syariah (PUAS dan FASBIS) perlu menjadi pertimbangan dalam menyusun strategi investasi dan pengelolaan portofolio, mengingat ketiganya terbukti berpengaruh terhadap ISSI dalam jangka panjang. Bagi penelitian selanjutnya, disarankan untuk menambahkan variabel lain yang berpotensi memengaruhi ISSI, seperti jumlah uang beredar, harga minyak dunia, atau indeks saham global, serta mempertimbangkan periode pengamatan yang lebih panjang dan metode analisis alternatif seperti ARDL, NARDL, TVP-VAR, atau Bayesian VAR untuk memperoleh temuan yang lebih komprehensif.

DAFTAR PUSTAKA

Abdalloh, I. (2019). Pasar Modal Syariah. PT Elex Media Komputindo.

Adam, N., Sidek, N. Z. M., & Sharif, A. (2022). The impact of global economic policy uncertainty and volatility on stock markets: evidence from Islamic countries. Asian Economic and Financial Review, 12(1), 15.

Ascarya. (2012). Alur transmisi dan efektivitas kebijakan moneter ganda di Indonesia. Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan, 14(3), 283–315. https://doi.org/10.21098/bemp.v14i3.360

Asutay, M., Aziz, P. F., Indrastomo, B. S., & Kharbari, Y. (2023). Religiosity and charitable giving on investors' trading behaviour in the Indonesian Islamic stock market: Islamic vs market logic. Journal of Business Ethics, 188, 327–348. https://doi.org/10.1007/s10551-023-05324-0

Azizi, B. A. (2018). Dual monetary instruments' impact on the performance and stability of Jakarta Islamic Index. Journal of Islamic Monetary Economics and Finance, 3(2), 315–348.

Bayuni, E. M., & Srisusilawati, P. (2018). Kontribusi instrumen moneter syariah terhadap pengendalian inflasi di Indonesia. Amwaluna: Jurnal Ekonomi dan Keuangan Syariah, 2(1), 18–38.

Chen, J., Xiao, Z., Bai, J., & Guo, H. (2023). Predicting volatility in natural gas under a cloud of uncertainties. Resources Policy, 82.

Chotib, E., & Huda, N. (2019). Analisis pengaruh variabel ekonomi makro terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) periode 2016–2019.

Davis, S. J. (2016). An index of global economic policy uncertainty (Working Paper No. 22740). National Bureau of Economic Research.

Firdaus, M. (2020). Aplikasi ekonometrika dengan E-Views, Stata, dan R. IPB Press.

Gu, X., Cheng, X., Zhu, Z., & Deng, X. (2021). Economic policy uncertainty and China's growth-at-risk. Economic Analysis and Policy, 70(16), 452–467.

Gujarati, D. N. (2012). Basic econometrics (4th ed.).

Mashilal, M., Amalia, F., & Visita, L. (2023). Global economic policy uncertainty and Islamic stock market in Indonesia. Muqtasid: Jurnal Ekonomi dan Perbankan Syariah.

Nikmah, S. K., & Hidayati, A. N. (2021). The effect of sharia monetary transmission on murabahah financing in sharia banks in Indonesia.

Nofrianto, N., Nugraha, D. P., & Ahmed, A. M. (2024). Exploring the resilience of Islamic stock in Indonesia and Asian markets. Journal of Risk and Financial Management.

Novianti, D. (2022). Pengaruh instrumen moneter terhadap Indeks Saham Syariah di Indonesia tahun 2016–2021. MAMEN: Jurnal Manajemen.

Noviyanti, D., Hisan, K., & Astina, C. (2024). Pengaruh nilai tukar rupiah, pertumbuhan ekonomi, dan inflasi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia.

Nugroho, I., Hidayatullah, M. S., & Jayanti, A. A. (2023). The effect of inflation, exchange rate, and BI rate on the Indonesian Sharia Stock Index. Journal of Islamic Economics and Business.

Nurtiyasari, D., & Rosadi, D. (2025). Performance evaluation for Indonesia sharia stocks price prediction integrating wavelet and hybrid approaches.

Otoritas Jasa Keuangan. (2025). Statistik pasar modal syariah. www.ojk.go.id

Stock, J. H., & Watson, M. W. (2015). Introduction to econometrics (3rd ed.). Pearson.

Sudarsono, H. (2024). Macroeconomic variables and the Indonesian Sharia Stock Index. Journal of Islamic Economics and Finance Studies, 5(2), 273–291.

Sugiyono. (2017). Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan R&D. Alfabeta.

Wahyudi, H., Awaluddin, I., Murwiati, A., Nirmala, T., Leny, S. M., & Rohman, F. (2025). The effect of changes in macroeconomic conditions on sharia stock returns.

Winarto, F. H., & Beik, I. (2024). The effect of sharia monetary policy instruments and Islamic bank financing on economic growth and inflation.

World Bank. (2023). Global economic prospects: January 2023. World Bank. https://www.worldbank.org