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

ANALISIS PENGARUH VARIABEL MAKROEKONOMI TERHADAP *RETURN* INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA (ISSI)

Ahmad Raudhie
Universitas Padjadjaran

Email: ahmad22022@mail.unpad.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan nilai tukar, suku bunga, dan inflasi terhadap *return* Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam jangka pendek dan jangka panjang. Penelitian menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder berupa data bulanan periode Januari 2016 hingga Desember 2025. Metode analisis yang digunakan adalah *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) karena mampu mengidentifikasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang pada data *time series* dengan tingkat integrasi campuran I(0) dan I(1). Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang pertumbuhan nilai tukar USD/IDR berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* ISSI, sedangkan suku bunga tidak berpengaruh signifikan. Sementara itu, inflasi berpengaruh negatif namun tidak signifikan dalam jangka pendek, tetapi berpengaruh positif dan signifikan dalam jangka panjang terhadap *return* ISSI. Temuan penelitian mengindikasikan bahwa pertumbuhan nilai tukar dan inflasi merupakan variabel yang memiliki peran penting dalam menjelaskan pergerakan *return* ISSI. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris bagi pengembangan literatur pasar modal syariah serta menjadi referensi bagi investor, regulator, dan peneliti selanjutnya dalam memahami pengaruh kondisi makroekonomi terhadap *return* ISSI.

Kata kunci: Nilai Tukar, Suku Bunga, Inflasi, *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL), Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Abstract

This study aims to analyze the impact of exchange rate growth, interest rates, and inflation on the returns of the Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) in both the short and long term. A quantitative approach was employed using secondary monthly data covering the period from January 2016 to December 2025. The Autoregressive Distributed Lag (ARDL) method was utilized due to its ability to identify short- and long-term relationships in time-series data characterized by mixed integration levels of I(0) and I(1). The results indicate that, in the long term, USD/IDR exchange rate growth has a significant negative impact on ISSI returns, whereas interest rates do not have a significant effect. Meanwhile, inflation exerts a negative but insignificant impact on ISSI returns in the short term, yet has a significant positive impact in the long term. These findings suggest that exchange rate growth and inflation play crucial roles in explaining the movements of ISSI returns. This study is expected to contribute empirically to the development of literature on the Sharia capital market and serve as a reference for investors, regulators, and future researchers in understanding the influence of macroeconomic conditions on ISSI returns.

***Keywords**: Exchange Rate, Interest Rate, Inflation, Autoregressive Distributed Lag (ARDL), Indonesia Sharia Stock Index (ISSI).*

Article History
Received: Agustus 2026
Reviewed: Agustus 2026
Published: Agustus 2026

Plagirism checker no 80
Copyright : author
Publish by : musytari

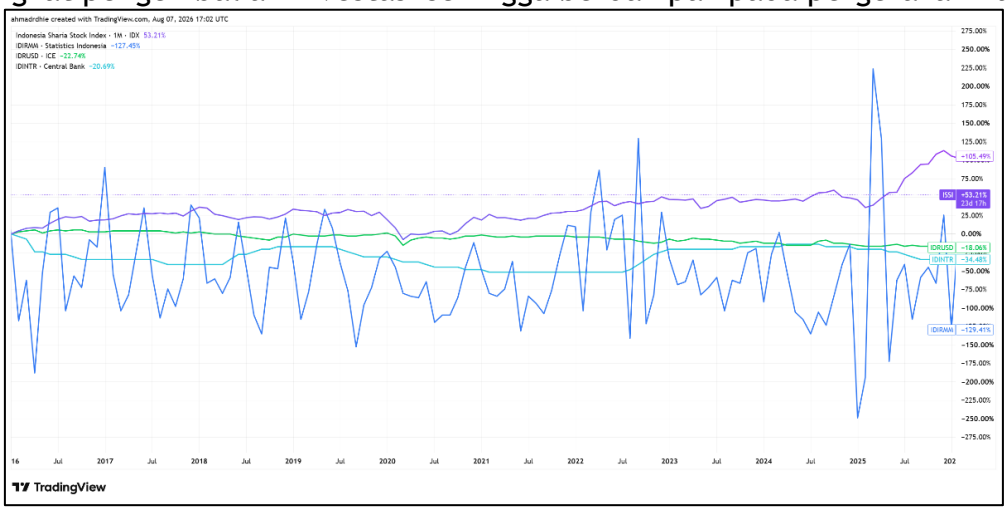
This work is licensed under a creative commons attribution-noncommercial 4.0 international license

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

1. PENDAHULUAN

Pasar modal syariah di Indonesia mengalami perkembangan yang cukup pesat dalam satu dekade terakhir. Salah satu indikator utama yang mencerminkan kinerja pasar modal syariah adalah Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang diluncurkan oleh Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011. ISSI mencakup seluruh saham syariah yang tercantum dalam Daftar Efek Syariah (DES), sehingga mampu memberikan gambaran yang lebih komprehensif mengenai kondisi pasar saham syariah dibandingkan indeks syariah lainnya. Selama periode 2016–2025, ISSI menunjukkan pertumbuhan kumulatif sebesar 112,74%, lebih tinggi dibandingkan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebesar 88,26% maupun Jakarta Islamic Index 70 (JII70) sebesar 8,49%. Meskipun sempat mengalami penurunan pada masa pandemi COVID-19, ISSI mampu menunjukkan pemulihan yang relatif lebih baik pada periode berikutnya. Kondisi tersebut mengindikasikan bahwa pasar modal syariah Indonesia memiliki prospek yang semakin baik dan menarik untuk dikaji lebih lanjut.

Pergerakan ISSI tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi internal perusahaan, tetapi juga dipengaruhi oleh perubahan kondisi makroekonomi. Dalam perspektif *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang dikemukakan Ross (1976), *return* aset dipengaruhi oleh berbagai faktor risiko sistematis, termasuk variabel makroekonomi seperti nilai tukar, inflasi, dan suku bunga. Perubahan pada variabel-variabel tersebut dapat memengaruhi ekspektasi investor terhadap risiko dan tingkat pengembalian investasi sehingga berdampak pada pergerakan harga saham.



Gambar 1.1 Perbandingan Pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dengan Nilai Tukar, Suku Bunga, dan Inflasi Tahun 2016-2025

Sumber: *TradingView* (2026)

Secara empiris, selama periode penelitian terdapat fenomena yang menunjukkan bahwa hubungan antara variabel makroekonomi dan ISSI tidak selalu berjalan sesuai dengan teori. Nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat cenderung mengalami depresiasi sepanjang periode 2016–2025, namun ISSI tetap menunjukkan tren peningkatan dalam jangka panjang. Fenomena serupa juga terlihat pada variabel suku bunga. Kenaikan suku bunga yang secara teori dapat menurunkan minat investor terhadap saham tidak selalu diikuti oleh penurunan ISSI. Sementara itu, inflasi menunjukkan pola yang fluktuatif dengan perubahan pengaruh terhadap kondisi pasar modal pada setiap periode. Fenomena-fenomena tersebut mengindikasikan bahwa hubungan antara kondisi makroekonomi, dan *return* ISSI bersifat dinamis sehingga memerlukan pengujian empiris lebih lanjut.

Berbagai penelitian sebelumnya telah mengkaji pengaruh variabel makroekonomi terhadap pasar saham syariah, namun masih menunjukkan hasil yang belum konsisten. Rachmawati dan Laila (2015) menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif signifikan terhadap ISSI, sedangkan inflasi dan suku bunga tidak berpengaruh signifikan. Kewal (2012) juga

menunjukkan bahwa hanya nilai tukar yang berpengaruh signifikan terhadap indeks saham, sementara inflasi dan suku bunga tidak berpengaruh. Penelitian lain yang menggunakan pendekatan ARDL juga menghasilkan temuan yang berbeda mengenai pengaruh inflasi maupun suku bunga terhadap pasar saham. Perbedaan hasil tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara variabel makroekonomi dan pasar modal syariah masih menjadi isu yang memerlukan kajian lebih lanjut.

Selain adanya inkonsistensi hasil penelitian, sebagian besar studi terdahulu masih berfokus pada Jakarta Islamic Index (JII) atau indeks saham konvensional. Penelitian yang secara khusus menganalisis *return* ISSI serta menggunakan periode observasi terbaru hingga tahun 2025 masih relatif terbatas. Di sisi lain, penggunaan metode *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) memungkinkan analisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang secara simultan pada data runtut waktu yang memiliki orde integrasi campuran, sehingga dinilai lebih sesuai untuk mengidentifikasi dinamika hubungan antara variabel makroekonomi dan *return* ISSI.

Berdasarkan fenomena empiris dan research gap tersebut, penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan nilai tukar, suku bunga, dan inflasi terhadap *return* Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) menggunakan pendekatan ARDL. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris terhadap pengembangan literatur mengenai pasar modal syariah di Indonesia, sekaligus menjadi referensi bagi investor dan pembuat kebijakan dalam memahami sensitivitas *return* ISSI terhadap perubahan kondisi makroekonomi.

2. LANDASAN TEORI

2.1 *Arbitrage Pricing Theory* (APT)

Arbitrage Pricing Theory (APT) merupakan teori yang dikembangkan oleh Ross (1976) yang menjelaskan bahwa *return* suatu aset dipengaruhi oleh berbagai faktor risiko sistematis, khususnya faktor-faktor makroekonomi. Berbeda dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang hanya menggunakan satu faktor risiko pasar, APT mengasumsikan bahwa perubahan kondisi ekonomi, seperti inflasi, nilai tukar, dan suku bunga, dapat memengaruhi tingkat pengembalian suatu aset melalui perubahan ekspektasi investor. Oleh karena itu, APT menjadi landasan teoritis yang relevan dalam menjelaskan hubungan antara variabel makroekonomi dan *return* Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

2.2 Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan indeks komposit yang terdiri atas seluruh saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dan termasuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). ISSI diluncurkan pada 12 Mei 2011 sebagai indikator kinerja pasar modal syariah di Indonesia. Dalam penelitian ini, *return* ISSI digunakan sebagai variabel dependen yang mencerminkan tingkat keuntungan yang diperoleh investor dari perubahan nilai indeks selama periode tertentu.

2.3 Nilai Tukar

Nilai tukar (*exchange rate*) adalah harga suatu mata uang terhadap mata uang negara lain. Menurut Sukirno (2015), nilai tukar mencerminkan kondisi perekonomian suatu negara dan berperan penting dalam aktivitas perdagangan internasional serta investasi. Perubahan nilai tukar dapat memengaruhi kinerja perusahaan, khususnya perusahaan yang memiliki aktivitas ekspor maupun impor, sehingga berpotensi memengaruhi *return* saham.

2.4 Inflasi

Menurut Mishkin (2008), inflasi merupakan kenaikan harga barang dan jasa secara umum dan berlangsung terus-menerus dalam suatu periode. Inflasi yang tinggi dapat menurunkan daya

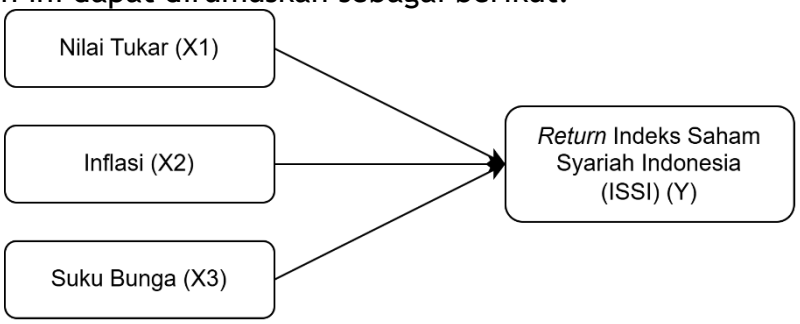
beli masyarakat serta meningkatkan biaya produksi perusahaan, sehingga berpotensi mengurangi profitabilitas perusahaan dan memengaruhi *return* saham di pasar modal.

2.5 Suku Bunga

Suku bunga adalah biaya yang harus dibayarkan atas penggunaan dana atau tingkat imbal hasil yang diterima atas penempatan dana. Mishkin (2008) menyatakan bahwa suku bunga memengaruhi keputusan konsumsi, tabungan, dan investasi. Perubahan suku bunga juga dapat memengaruhi keputusan investor dalam mengalokasikan dana antara pasar modal dan instrumen keuangan lainnya.

2.6 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan uraian yang diatas, kerangka pemikiran penelitian ini menganalisis hubungan antara empat variabel bebas yaitu nilai tukar, suku bunga, dan inflasi dengan variabel terikat yaitu *return* Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Dengan demikian, kerangka pemikiran penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran
Sumber: Data diolah peneliti (2026)

3. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan tujuan menganalisis pengaruh pertumbuhan nilai tukar, suku bunga, dan inflasi terhadap *return* Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Data yang digunakan merupakan data sekunder berbentuk *time series* bulanan selama periode Januari 2016 hingga Desember 2025 yang diperoleh dari berbagai sumber resmi, yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI), Bank Indonesia (BI), Badan Pusat Statistik (BPS), dan Investing.com. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *return* Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), sedangkan variabel independennya terdiri atas pertumbuhan nilai tukar USD/IDR, suku bunga Bank Indonesia, dan inflasi.

Tabel 3.1 Definisi Operasional Penelitian

No.	Variabel	Indikator & Satuan	Sumber
1	Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)	*Return* Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) bulanan (%): $\left[\frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}\right] \times 100$	Bursa Efek Indonesia (idx.co.id)
2	Nilai Tukar	Perubahan nilai tukar bulanan (%): $\left[\frac{(KURS_t - KURS_{t-1})}{KURS_{t-1}}\right] \times 100$	Investing (investing.com)

3	Inflasi	Tingkat inflasi bulanan (%): $\left[\frac{(IHK_t - IHK_{t-1})}{IHK_{t-1}}\right] \times 100$	Badan Pusat Statistik (bps.go.id)
4	Suku Bunga	Tingkat suku bunga bulanan (%)	Bank Indonesia (bi.go.id)

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Analisis data dilakukan menggunakan metode *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL). Metode ini dipilih karena mampu mengestimasi hubungan jangka pendek dan jangka panjang secara simultan pada data *time series* yang memiliki orde integrasi campuran, yaitu I(0) dan I(1), tanpa mengharuskan seluruh variabel memiliki tingkat integrasi yang sama. Selain itu, model ARDL dinilai sesuai untuk mengidentifikasi hubungan dinamis antarvariabel makroekonomi terhadap *return* ISSI.

Tahapan analisis diawali dengan analisis statistik deskriptif untuk memberikan gambaran karakteristik masing-masing variabel penelitian. Selanjutnya dilakukan uji stasioneritas menggunakan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF *Test*) untuk menentukan orde integrasi setiap variabel. Setelah seluruh variabel memenuhi persyaratan, dilakukan pemilihan lag optimum berdasarkan nilai *Akaike Information Criterion* (AIC). Estimasi model ARDL kemudian dilakukan untuk memperoleh model terbaik, yang selanjutnya dilanjutkan dengan *Bounds Test* guna menguji keberadaan hubungan kointegrasi antarvariabel. Apabila terdapat hubungan jangka panjang, analisis dilanjutkan dengan estimasi koefisien jangka panjang serta *Error Correction Model* (ECM) untuk mengidentifikasi dinamika penyesuaian dalam jangka pendek.

Untuk memastikan validitas model, dilakukan serangkaian uji diagnostik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi. Selain itu, pengujian hipotesis dilakukan melalui uji signifikansi parsial (uji t) terhadap masing-masing variabel independen, sedangkan kemampuan model dalam menjelaskan variasi *return* ISSI dievaluasi menggunakan koefisien determinasi (R^2). Seluruh proses pengolahan dan analisis data dilakukan menggunakan perangkat lunak Stata.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Analisis Statistik Deskriptif

Analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini digunakan untuk memberikan gambaran secara umum mengenai data sampel yang digunakan. Dalam analisis ini, menjelaskan data berdasarkan nilai maksimum, minimum, rata-rata dan standar devisiasi dari kumpulan data sampel yang digunakan. Berikut hasil analisis statistik deskriptif dalam penelitian ini:

Tabel 4.1 Hasil Analisis Statistik Deskriptif

Variabel	Rata-rata	Std. Deviasi	Minimum	Maksimum
Y: *Return* ISSI	0.5535804	3.884314	-16.98634	10.56927
X1: *Growth* Nilai Tukar	0.1336708	2.246714	-9.94941	12.02454
X2: Suku Bunga	5.025	0.9938889	3.5	7.25
X3: Inflasi	0.2350533	0.3354963	-0.76	1.65

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Berdasarkan Tabel 4.1, *return* ISSI memiliki nilai rata-rata sebesar 0,554% dengan standar deviasi sebesar 3,884%, nilai minimum −16,990%, dan nilai maksimum 10,570%. Nilai standar deviasi yang lebih besar daripada nilai rata-rata menunjukkan bahwa *return* ISSI mengalami fluktuasi yang relatif tinggi selama periode penelitian.

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

Variabel *return* nilai tukar memiliki nilai rata-rata sebesar 0,134% dengan standar deviasi sebesar 2,247%, serta berkisar antara −9,949% hingga 12,020%. Sementara itu, inflasi memiliki rata-rata sebesar 0,235% dengan standar deviasi 0,335%, yang menunjukkan tingkat inflasi relatif stabil meskipun terdapat periode deflasi hingga −0,760% dan inflasi tertinggi sebesar 1,650%.

Selanjutnya, suku bunga memiliki nilai rata-rata sebesar 5,025% dengan standar deviasi sebesar 0,994%, serta berada pada kisaran 3,500%–7,250%. Standar deviasi yang relatif rendah mengindikasikan bahwa perubahan suku bunga berlangsung secara bertahap selama periode pengamatan.

4.2 Hasil Estimasi Model ARDL

Tabel 4.2 Hasil Uji Stasioneritas

Variabel	ADF *t*-statistic	*p*-value	Keterangan
***Return* ISSI**	–9.392	0.0000	Stasioner I(0)
***Growth* Nilai Tukar**	–11.993	0.0000	Stasioner I(0)
Suku Bunga	–2.261	0.1848	Tidak stasioner I(0)
Inflasi	–9.291	0.0000	Stasioner I(0)
Suku Bunga (*first difference*)	–6.856	0.0000	Stasioner I(1)

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Uji stasioneritas dilakukan menggunakan *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) untuk memastikan bahwa seluruh variabel memenuhi persyaratan penggunaan metode *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL). Berdasarkan Tabel 4.3, variabel *return* ISSI memiliki nilai ADF *t*-statistic sebesar -9,392 dengan *p*-value 0,0000, pertumbuhan nilai tukar memiliki ADF *t*-statistic sebesar -11,993 dengan *p*-value 0,0000, dan inflasi memiliki ADF *t*-statistic sebesar -9,291 dengan *p*-value 0,0000. Seluruh variabel tersebut memiliki nilai *p*-value lebih kecil dari 0,05 sehingga dinyatakan stasioner pada tingkat level atau terintegrasi pada orde I(0).

Sementara itu, variabel suku bunga memiliki ADF *t*-statistic sebesar -2,261 dengan *p*-value 0,1848, sehingga belum stasioner pada tingkat level. Setelah dilakukan pengujian pada *first difference*, variabel suku bunga menjadi stasioner dan terintegrasi pada orde I(1). Dengan demikian, seluruh variabel penelitian memiliki kombinasi orde integrasi I(0) dan I(1) serta tidak terdapat variabel yang terintegrasi pada orde I(2), sehingga memenuhi persyaratan untuk dilakukan estimasi menggunakan model ARDL.

Tabel 4.3 Pemilihan Lag Optimal

Lag	LL	LR	FPE	AIC	HQIC	SBIC
0	–756.386	–	5.80425	13.1101	13.1486	13.205
1	–563.52	385.73	0.275106	10.0607	10.2534	**10.5355***
2	–532.94	**61.16***	**0.21418***	**9.80932***	**10.1562***	10.6639
3	–522.381	21.118	0.23584	9.90312	10.4042	11.1375
4	–510.123	24.516	0.252748	9.96764	10.6229	11.5818

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Pemilihan lag optimal dilakukan menggunakan beberapa kriteria informasi, yaitu *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Hannan-*

Quinn Information Criterion (HQIC), dan *Schwarz Bayesian Information Criterion* (SBIC). Berdasarkan Tabel 4.4, kriteria LR, FPE, AIC, dan HQIC merekomendasikan penggunaan lag 2, sedangkan SBIC merekomendasikan lag 1.

```
ARDL(2,0,0,1) regression

Sample:  2016m3 thru 2025m12                    Number of obs =     118
                                                R-squared     =  0.6118
                                                Adj R-squared =  0.5908
Log likelihood = -303.85338                     Root MSE      =  3.2761
```

D. return_issi	Coefficient	Std. err.	t	P>|t|	[95% conf.	interval]
ADJ						
return_issi L1.	-.74203	.1040046	-7.13	0.000	-.948122	-.5359379
LR						
return_usd	-1.227048	.2584782	-4.75	0.000	-1.73924	-.7148564
suku_bunga	-.0807485	.4262784	-0.19	0.850	-.9254475	.7639506
inflasi	3.785927	1.728809	2.19	0.031	.3601751	7.211678
SR						
return_issi LD.	-.1661919	.0802768	-2.07	0.041	-.3252658	-.007118
inflasi D1.	-1.559342	.9318527	-1.67	0.097	-3.40587	.2871865
_cons	.1923034	1.660622	0.12	0.908	-3.098331	3.482937

Gambar 4.1 Hasil Estimasi ARDL
Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Penelitian ini menggunakan *Akaike Information Criterion* (AIC) sebagai dasar penentuan lag karena kriteria tersebut banyak digunakan dalam estimasi model ARDL dan menghasilkan nilai AIC terkecil pada lag 2, yaitu 9,80932. Selanjutnya, proses pemilihan model secara otomatis menghasilkan spesifikasi ARDL(2,0,0,1) sebagai model terbaik yang digunakan dalam penelitian.

Tabel 4.4 Hasil Uji Kointegrasi (*Bounds Test*)

Bounds Test								
Statistik	**Nilai**							
***F*-statistic**	27.362							
***t*-statistic**	-7.135							
Critical Values								
Statistik	**10%**		**5%**		**1%**		***p*-value**	
	I(0)	**I(1)**	**I(0)**	**I(1)**	**I(0)**	**I(1)**	**I(0)**	**I(1)**
F	2.763	3.815	3.292	4.433	4.461	5.768	0.000	0.000
t	-2.563	-3.435	-2.870	-3.771	-3.472	-4.410	0.000	0.000

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Uji kointegrasi dilakukan menggunakan *Bounds Test* untuk mengidentifikasi keberadaan hubungan jangka panjang antara *return* ISSI dengan *return* nilai tukar, inflasi, suku bunga, dan *return* harga emas. Berdasarkan Tabel 4.5, diperoleh *F*-statistic sebesar 27,362 dan *t*-statistic

sebesar −7,135. Nilai *F*-statistic tersebut lebih besar dibandingkan *upper bound* I(1) pada tingkat signifikansi 10% (3,815), 5% (4,433), maupun 1% (5,768).

Hasil tersebut menunjukkan bahwa hipotesis nol yang menyatakan tidak terdapat hubungan jangka panjang ditolak, sehingga dapat disimpulkan terdapat hubungan kointegrasi antara *return* ISSI, pertumbuhan nilai tukar, inflasi, dan suku bunga. Dengan demikian, model ARDL memenuhi syarat untuk dilanjutkan pada estimasi hubungan jangka panjang (*long-run estimation*) dan hubungan jangka pendek melalui *Error Correction Model* (ECM).

Tabel 4.5 Hasil Estimasi Hubungan Jangka Panjang

Variabel	Koefisien	Std. Error	*t*-statistic	*p*-value
***Growth* Nilai Tukar**	-1.227048	0.2584782	-4.75	0.000
Suku Bunga	-0.0807485	0.4262784	-0.19	0.850
Inflasi	3.785927	1.728809	2.19	0.031

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Setelah hasil *Bounds Test* menunjukkan adanya hubungan kointegrasi, analisis dilanjutkan dengan mengestimasi hubungan jangka panjang menggunakan model ARDL. Hasil estimasi pada Tabel 4.6 menunjukkan bahwa pertumbuhan nilai tukar dan inflasi berpengaruh signifikan terhadap *return* ISSI pada tingkat signifikansi 5%, sedangkan suku bunga tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan.

Secara lebih rinci, pertumbuhan nilai tukar memiliki koefisien sebesar −1,2270 (*p*-value = 0,000), yang menunjukkan bahwa kenaikan pertumbuhan nilai tukar sebesar 1 persen berasosiasi dengan penurunan *return* ISSI sebesar 1,2270% dalam jangka panjang. Sebaliknya, inflasi memiliki koefisien sebesar 3,7859 (*p*-value = 0,031), sehingga peningkatan inflasi sebesar 1 persen berasosiasi dengan kenaikan *return* ISSI sebesar 3,7859%. Sementara itu, suku bunga (koefisien −0,0807; *p*-value = 0,850) tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* ISSI dalam jangka panjang.

Tabel 4.6 Hasil Estimasi Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	Std. Error	*t*-statistic	*p*-value
Error Correction Term	-0.74203	0.1040046	-7.13	0.000
***Return* ISSI (*lag difference*)**	-0.1661919	0.0802768	-2.07	0.041
Inflasi (*difference*)	-1.559342	0.9318527	-1.67	0.097
Konstanta	0.1923034	1.660622	0.12	0.908

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Hasil estimasi jangka pendek menggunakan *Error Correction Model* (ECM) menunjukkan bahwa koefisien *Error Correction Term* (ECT) sebesar −0,7420 dengan *p*-value 0,000, sehingga bernilai negatif dan signifikan secara statistik. Hasil tersebut menunjukkan bahwa sekitar 74,20% penyimpangan dari keseimbangan jangka panjang akan dikoreksi dalam satu periode, sehingga proses penyesuaian menuju kondisi keseimbangan berlangsung relatif cepat.

Selain itu, perubahan *return* ISSI periode sebelumnya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* ISSI saat ini dengan koefisien −0,1662 (*p*-value = 0,041). Sementara itu, perubahan inflasi memiliki koefisien −1,5593 dengan *p*-value 0,097, sehingga tidak berpengaruh signifikan pada tingkat signifikansi 5%. Variabel pertumbuhan nilai tukar, dan suku bunga tidak muncul dalam bentuk *difference* pada model ARDL terbaik ARDL(2,0,0,1), sehingga tidak memiliki pengaruh jangka pendek yang diestimasi dalam model ini.

4.3 Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik dilakukan untuk memastikan bahwa model estimasi yang digunakan sudah memenuhi syarat. Pengujian ini dilakukan dengan mengintegrasikan uji multikolinearitas melalui nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk melihat korelasi antarvariabel independen, uji heteroskedastisitas (*Breusch-Pagan Test*) untuk memastikan kesamaan varians dari residual, serta uji autokorelasi (*Breusch-Godfrey Test*) untuk mendeteksi hubungan antar-kesalahan pengganggu lintas periode waktu. Melalui pemenuhan ketiga asumsi tersebut, model regresi yang dihasilkan dijamin terbebas dari bias parameter, memiliki efisiensi matematis yang tinggi, serta valid dan akurat untuk digunakan sebagai dasar penarikan kesimpulan ilmiah.

Tabel 4.7 Hasil Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian	Metode Pengujian	Nilai Stat	Kesimpulan
Uji Autokorelasi	*Breusch-Godfrey Test*	0.7247	Tidak ada autokorelasi
Uji Heteroskedasitas	*Breusch-Pagan Test*	0.4350	Tidak ada heteroskedasitas
Uji Multikolinearitas	*Variance Inflation Factor*	1.54	Tidak ada multikolinearitas

Sumber: Data diolah peneliti (2026)

Model dalam penelitian ini telah memenuhi asumsi klasik, yaitu bebas dari autokorelasi (Prob > F = 0,7247), bebas dari heteroskedastisitas (Prob > chi^2 = 0,4350), serta bebas dari multikolinearitas dengan nilai rata-rata VIF sebesar 1,54, jauh di bawah ambang batas 10.

4.4 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan berdasarkan hasil estimasi model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) dengan melihat nilai koefisien, *t*-statistic, dan probabilitas (*p*-value) pada tingkat signifikansi 5 persen. Hipotesis diterima apabila nilai *p*-value lebih kecil dari 0,05, sedangkan hipotesis ditolak apabila nilai *p*-value lebih besar dari 0,05. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa terdapat perbedaan pengaruh variabel independen terhadap *return* Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dalam jangka panjang maupun jangka pendek.

Pada estimasi jangka panjang, variabel pertumbuhan nilai tukar memiliki koefisien sebesar −1,2270, nilai *t*-statistic sebesar −4,75, dan nilai probabilitas sebesar 0,000, sehingga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* ISSI. Selanjutnya, variabel suku bunga memiliki koefisien sebesar −0,0807, nilai *t*-statistic sebesar −0,19, dan nilai probabilitas sebesar 0,850, sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* ISSI. Sementara itu, variabel inflasi memiliki koefisien sebesar 3,7859, nilai *t*-statistic sebesar 2,19, dan nilai probabilitas sebesar 0,031, sehingga berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* ISSI dalam jangka panjang.

Pada estimasi jangka pendek, variabel perubahan inflasi (*difference*) memiliki koefisien sebesar −1,5593, nilai *t*-statistic sebesar −1,67, dan nilai probabilitas sebesar 0,097, sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* ISSI. Variabel lag perubahan *return* ISSI (*lag difference*) memiliki koefisien sebesar −0,1662, nilai *t*-statistic sebesar −2,07, dan nilai probabilitas sebesar 0,041, sehingga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* ISSI pada periode berjalan. Selain itu, koefisien *Error Correction Term* (ECT) sebesar −0,7420 dengan nilai *t*-statistic sebesar −7,13 dan nilai probabilitas sebesar 0,000 menunjukkan bahwa ECT bernilai negatif dan signifikan. Hasil tersebut mengindikasikan adanya mekanisme penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang (*long-run equilibrium*), di mana sekitar 74,20% penyimpangan jangka pendek akan dikoreksi dalam satu periode pengamatan. Dengan demikian, model ARDL yang diestimasi memenuhi karakteristik *Error Correction Model* (ECM)

sehingga hubungan jangka pendek dan jangka panjang yang diperoleh dapat diinterpretasikan secara valid.

Berdasarkan hasil pengujian koefisien determinasi, nilai *R-squared* (R^2) sebesar 0,6118 dan *Adjusted R-squared* sebesar 0,5908. Nilai R^2 sebesar 0,6118 menunjukkan bahwa sekitar 61,18% variasi *return* ISSI dapat dijelaskan oleh variabel pertumbuhan nilai tukar, suku bunga, inflasi, serta dinamika lag yang terdapat dalam model ARDL. Sementara itu, 38,82% sisanya dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian. Nilai *Adjusted* R^2 sebesar 0,5908 menunjukkan bahwa setelah memperhitungkan jumlah variabel independen dan parameter dalam model, sekitar 59,08% variasi *return* ISSI masih dapat dijelaskan oleh model. Hal ini mengindikasikan bahwa model ARDL yang digunakan memiliki kemampuan yang cukup baik dalam menjelaskan variasi *return* ISSI selama periode penelitian.

4.5 Pembahasan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, pertumbuhan nilai tukar terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* ISSI. Hasil ini menunjukkan bahwa depresiasi nilai tukar Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat cenderung diikuti oleh penurunan *return* ISSI. Temuan tersebut sesuai dengan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang dikemukakan oleh Ross (1976), yang menyatakan bahwa *return* aset dipengaruhi oleh berbagai faktor risiko sistematis, termasuk kondisi makroekonomi seperti nilai tukar. Pelemahan nilai tukar dapat meningkatkan biaya impor bahan baku, menurunkan profitabilitas perusahaan yang memiliki ketergantungan terhadap barang impor, serta meningkatkan ketidakpastian di pasar keuangan. Kondisi tersebut pada akhirnya menurunkan minat investor untuk berinvestasi pada saham sehingga menyebabkan penurunan *return* ISSI. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Martien Rachmawati dan Nisful Laila (2015), Dina Yustisi Yurista dan Rosida Dwi Ayuningtyas (2019), serta Rahmat Fitriansyah dan Mohammad Soleh Nurzaman (2025) yang menemukan bahwa nilai tukar memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja indeks saham syariah di Indonesia.

Selanjutnya, suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* ISSI dalam jangka panjang. Temuan ini menunjukkan bahwa perubahan suku bunga kebijakan Bank Indonesia belum mampu memengaruhi pergerakan *return* ISSI secara nyata. Salah satu penyebabnya adalah perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam ISSI merupakan emiten yang memenuhi prinsip-prinsip syariah sehingga aktivitas usahanya relatif tidak bergantung pada mekanisme bunga. Selain itu, selama periode penelitian perubahan suku bunga cenderung berlangsung secara bertahap sehingga respons investor terhadap perubahan suku bunga tidak terlalu besar. Dengan demikian, investor pada pasar saham syariah lebih mempertimbangkan faktor-faktor lain seperti nilai tukar, kondisi fundamental perusahaan, maupun prospek pertumbuhan ekonomi dibandingkan perubahan tingkat suku bunga. Hasil ini sejalan dengan penelitian Martien Rachmawati dan Nisful Laila (2015) yang menyimpulkan bahwa suku bunga tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap indeks saham syariah.

Sementara itu, inflasi terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* ISSI dalam jangka panjang. Temuan ini menunjukkan bahwa selama periode penelitian tingkat inflasi masih berada pada kondisi yang relatif terkendali sehingga lebih mencerminkan meningkatnya aktivitas ekonomi daripada tekanan ekonomi yang berlebihan. Dalam kondisi tersebut, kenaikan permintaan barang dan jasa dapat meningkatkan penjualan serta laba perusahaan, sehingga mendorong kenaikan harga saham dan *return* ISSI. Hasil ini juga sejalan dengan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang menjelaskan bahwa inflasi merupakan salah satu faktor makroekonomi yang memengaruhi *return* aset. Berbeda dengan pandangan bahwa inflasi selalu berdampak negatif terhadap pasar saham, penelitian ini menunjukkan bahwa inflasi pada tingkat yang moderat justru dapat menjadi indikator pertumbuhan ekonomi yang positif.

Temuan tersebut konsisten dengan penelitian Amani Amer Naji, Asam Mohamed Aljebory, dan Kareem Obayes Hassan Al-Azzawi (2022) yang menemukan bahwa inflasi memberikan pengaruh positif terhadap kinerja pasar saham syariah, meskipun berbeda dengan beberapa penelitian lain yang memperoleh hubungan negatif ketika inflasi berada pada tingkat yang tinggi.

Secara keseluruhan, hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai tukar dan inflasi merupakan faktor makroekonomi yang paling dominan dalam memengaruhi *return* ISSI selama periode penelitian, sedangkan suku bunga belum menunjukkan pengaruh yang signifikan. Temuan ini memperkuat pandangan bahwa tidak semua indikator makroekonomi memiliki tingkat pengaruh yang sama terhadap pasar saham syariah. Oleh karena itu, investor yang berinvestasi pada ISSI perlu memberikan perhatian yang lebih besar terhadap perkembangan nilai tukar dan inflasi sebagai indikator utama dalam pengambilan keputusan investasi, sementara perubahan suku bunga dapat dipertimbangkan sebagai faktor pendukung dalam menganalisis kondisi pasar.

5. KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh pertumbuhan nilai tukar, suku bunga, dan inflasi terhadap *return* Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) menggunakan metode *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) dengan data bulanan periode Januari 2016 hingga Desember 2025. Hasil penelitian menunjukkan bahwa dalam jangka panjang, pertumbuhan nilai tukar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* ISSI, sedangkan inflasi berpengaruh positif dan signifikan. Sementara itu, suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* ISSI. Selain itu, hasil *Bounds Test* menunjukkan adanya hubungan keseimbangan jangka panjang (kointegrasi) antarvariabel, sedangkan koefisien *Error Correction Term* (ECT) yang negatif dan signifikan mengindikasikan bahwa penyimpangan jangka pendek akan kembali menuju keseimbangan jangka panjang dengan kecepatan penyesuaian yang relatif cepat.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa faktor makroekonomi yang paling berperan dalam memengaruhi *return* ISSI selama periode penelitian adalah nilai tukar dan inflasi. Oleh karena itu, investor maupun pengambil kebijakan perlu memperhatikan dinamika kedua variabel tersebut dalam melakukan analisis maupun perumusan kebijakan yang berkaitan dengan pasar modal syariah. Di sisi lain, perubahan suku bunga belum terbukti memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *return* ISSI sehingga perannya dalam menjelaskan pergerakan pasar saham syariah Indonesia relatif lebih terbatas.

DAFTAR PUSTAKA

Arisandi, M. (2014). Pengaruh ROA, DER, CR, Inflasi, dan Kurs Terhadap Return Saham (Studi Kasus Industri Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2012). *Jurnal Dinamika Manajemen*, *2*(1).

Bahmani-Oskooee, M., & Saha, S. (2015). On The Relation between Stock Prices and Exchange Rates: A Review Article. *Journal of Economic Studies*, *42*(4), 707–732. https://doi.org/10.1108/JES-03-2015-0043

Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005). What explains The Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? *Journal of Finance*, *60*(3), 1221–1257. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00760.x

Ciner, C., Gurdgiev, C., & Lucey, B. M. (2013). Hedges and Safe Havens: An Examination of Stocks, Bonds, Gold, Oil and Exchange Rates. *International Review of Financial Analysis*, *29*, 202–211. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.12.001

Creswell, J. W. (2014). *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches* (4th ed.). SAGE Publications.

Ghozali, I. (2016). Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23. In *IOSR Journal of Economics and Finance* (Vol. 3, Number 1). BPFE Universitas Diponegoro.

Ghozali, I., & Ratmono, D. (2017). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep, dan Aplikasi dengan Eviews 10*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2012). Dasar-dasar Ekonometrika. In *Jakarta: Salemba Empat* (5th ed.). Salemba Empat.

Handiani, S. (2014). Pengaruh Harga Emas Dunia, Harga Minyak Dunia dan Nilai Tukar Dolar Amerika/Rupiah terhadap Indeks Harga Saham Gabungan pada Periode 2008-2013. *E-Journal Graduate Unpar*, *1*, 85–93. http://finance.yahoo.com

Listiana, H., & Anam, K. (2025). Strategi Penyusunan Kerangka Berpikir: Meningkatkan Kualitas Penelitian. *Jurnal Lentera*, *24*(1), 146–157.

Mishkin, F. S. (2008). Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan. In *Jakarta: Salemba Empat* (8th ed.). Salemba Empat.

Nuralim, N., Rizky, M. S., & Aguspriyani, Y. (2023). Teknik pengambilan sampel purposive dalam mengatasi kepercayaan masyarakat pada bank syariah indonesia. *Jurnal Musytari: Neraca Manajemen, Akuntansi, Dan Ekonomi*, *3*, 67–79.

Rofiqoh, S. N. I. (2018). Nilai Tukar dan NPF: Pengaruhnya Terhadap Sektor Perdagangan Halal di Indonesia. *Prosiding Seminar Nasional: Manajemen, Akuntansi, Dan Perbankan*, *1*(1), 1031–1047.

Sugiyono. (2013). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Alfabeta.

Sukirno, S. (2015). Makroekonomi: Teori Pengantar. In *PT Rajagrafindo Persada* (3rd ed.). Raja Grafindo Persada.

Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi* (1st ed.). Kanisius.

Marwan Alzoubi (2022). Stock market performance: Reaction to interest rates and inflation rates. Banks and Bank Systems, 17(2), 189-198. doi:10.21511/bbs.17(2).2022.16

Rachmawati, M., & Laila, N. (2015). Faktor Makro Ekonomi 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. https://doi.org/10.20473/vol2iss201511pp928-942

Yurista, D. Y., & Ayuningtyas, R. D. (2019). The role of macroeconomic variables on Islamic stocks for achieving SDGs in Indonesia. Jurnal Ekonomi & Keuangan Islam, 5(2), 93–100. https://doi.org/10.20885/jeki.vol5.iss2.art7

Fitriansyah, R., & Nurzaman, M. S. (2025). Macroeconomic Determinants and Global Islamic Market Linkages of the Jakarta Islamic Index. Share: Jurnal Ekonomi Dan Keuangan Islam, 14(1), 258-284. https://doi.org/10.22373/share.v14i1.26679

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

Setyani, O. (2017). Pengaruh Inflasi Dan Nilai Tukar Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *ISLAMICONOMIC: Jurnal Ekonomi Islam*, *8*(2), 213-238.

Sartika, U. (2017). Pengaruh inflasi, tingkat suku bunga, kurs, harga minyak dunia dan harga emas dunia terhadap IHSG dan JII di bursa efek Indonesia. *Balance: Jurnal Akuntansi Dan Bisnis*, *2*(2), 285-294.

Agestiani, A., & Sutanto, H. A. (2019). Pengaruh indikator makro dan harga emas dunia terhadap indeks harga saham syariah (Jakarta Islamic Index). *ECONBANK: Journal of Economics and Banking*, *1*(1), 26-38.

Ulum, M. B. (2024, September). Pengaruh Bi Rate Dan Harga Emas Terhadap Harga Saham Jakarta Islamic Index. In *Forum Bisnis Kewirausahaan* (Vol. 14, No. 1, pp. 129-136).

Sjam, D., Chrisananda, R. A., & Rusgianto, S. (2023). Pengaruh Inflasi, Kurs, BI Rate, dan Harga Emas Dunia Terhadap Jakarta Islamic Index (JII) Periode 2020-2022. *Jurnal Ekonomika dan Bisnis Islam*, *6*(2), 57-66.

Prasetyo, Y., Aprilliani Utami, S., Ismawati, L., Nahwan, D., Farid, D., & Firmansyah, S. G. (2022). Pengaruh inflasi, harga emas dan tingkat suku bunga terhadap return saham Syariah. *Jurnal SEKURITAS (Saham, Ekonomi, Keuangan Dan Investasi)*, *6*(1), 54.

Hasibuan, F. F., Soemitra, A., & Harahap, R. D. (2023). Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Harga Minyak Dunia Dan Harga Emas Dunia Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *Jurnal Manajemen Akuntansi (JUMSI)*, *3*(1), 211-221.

Utoyo, N. N., & Riduwan, A. (2016). Pengaruh tingkat inflasi, suku bunga, harga emas dunia, dan kurs rupiah pada jii. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi (JIRA)*, *5*(8).

Ross, S. A. (1976). *The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*. Journal of Economic Theory, 13(3), 341–360.

Romansyah, R. (2015). Pasar Modal Dalam Perspektif Islam. *Mazahib*, *14*(1).

Fama, E. F. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *The American Economic Review*, *71*(4), 545–565. http://www.jstor.org/stable/1806180

Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds Testing Approaches to The Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*, 16(Special Issue in Memory of John Denis Sargan).

Nkoro, E., & Uko, A. K. (2016). Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Cointegration Technique: Application and Interpretation. *Journal of Statistical and Econometric Method*, 5(4), 63–91.

Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2013). *Basic Econometrics* (5th ed.). McGraw-Hill.

Lütkepohl, H. (2005). *New Introduction to Multiple Time Series Analysis*, 1-764. https://doi.org/10.1007/978-3-540-27752-1

Najiand, A. A., Aljebory, A. M., & Al-Azzawi, K. O. H. (2022). The impact of macroeconomic variables on the performance of the Iraqi stock market. *AgBioForum, 24*(2), 23–30.