

ANALISIS HUBUNGAN FAKTOR MAKRO EKONOMI DENGAN INDEKS HARGA SAHAM SYARIAH MENGGUNAKAN VECTOR ERROR CORRECTION MODEL (VECM)

Novita Sari Pulungan¹, Budi Gautama², Abdul Nasser Hasibuan³, Nurhayati⁴

^{1,2,3}Pascasarjana Ekonomi Syariah, UIN Syahada Padangsidempuan, ⁴Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Dharmawangsa Medan

¹novitasari@uinsyahada.ac.id ²budigautama@uinsyahada.ac.id ³abdulnasserhasibuan@uinsyahada.ac.id

⁴nurhayati@dharmawangsa.ac.id

ABSTRAK

Jumlah emiten yang terdaftar di Jakarta Islamic Index masih terbatas, sementara fluktuasi indeks harga saham syariah meningkat signifikan dalam waktu singkat. Di sisi lain, ada penurunan indeks harga saham syariah meskipun pertumbuhan ekonomi meningkat, begitupun dengan inflasi dan kurs hubungannya dengan indeks harga saham syariah tidak selalu linier, tetapi masih ada interaksi dan kontribusi antar variabel terkait. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis hubungan interaksi dan kontribusi pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs dengan indeks harga saham syariah menggunakan *Vector Error Correction Model*. Metode penelitian ini menggunakan Analisis *Vector Error Correction Model* dengan alat analisis Eviews 10. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan interaksi dan kontribusi pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs dengan indeks harga saham syariah. Pada uji kointegrasi menunjukkan bahwa terjadi kointegrasi dalam penelitian. Hal ini dapat dilihat pada analisis *Impulse Response Functions* bahwa pada periode kedua respons dari indeks harga saham syariah terhadap pertumbuhan ekonomi menjadi -3,30%, inflasi sebesar 13,13%, dan kurs sebesar 1,20%. Serta, kontribusi langsung dari indeks harga saham syariah secara bertahap menurun, sementara kontribusi dari pertumbuhan ekonomi meningkat hingga mencapai sekitar 0,26%, inflasi sebesar 4,96%, dan kurs sebesar 0,029%.

Kata Kunci: Indeks Harga Saham Syariah, Pertumbuhan Ekonomi, Inflasi, Kurs, VECM.

ABSTRACT

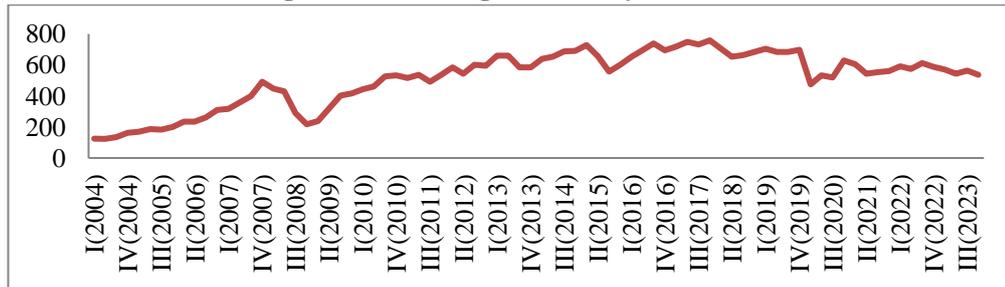
The number of listed companies on the Jakarta Islamic Index remains limited, while fluctuations in the Shariah stock price index have increased significantly in a short period. On the other hand, there is a decrease in the Shariah stock price index despite economic growth, as well as inflation and exchange rate relationships with the Shariah stock price index not always being linear, but there is still interaction and contribution among the related variables. The purpose of this research is to analyze the interaction and contribution of economic growth, inflation, and exchange rates to the Shariah stock price index. This research method uses Vector Error Correction Model with Eviews. The research results show that there is an interaction and contribution relationship of economic growth, inflation, and exchange rates with the Shariah stock price index. Cointegration test results indicate that cointegration occurred in the study. This can be seen in the Impulse Response Functions analysis that in the second period the response of the Shariah stock price index to economic growth is -3.30%, inflation is 13.13%, and exchange rate is 1.20%. Also, the direct contribution from the Shariah stock price index gradually decreases, while the contribution from economic growth increases to around 0.26%, inflation is 4.96%, and exchange rate is 0.029%.

Keyword: Shariah Stocks Prices Index, Economic Growth, Inflation, Exchange Rates, VECM

I. PENDAHULUAN

Saham mewakili kepemilikan perusahaan, nilainya dipengaruhi oleh permintaan, kinerja perusahaan, sentimen, kebijakan perusahaan, dan faktor eksternal (Hesniati et al., 2022). Harga saham fluktuatif menyebabkan investasi berisiko, maka investor perlu analisis bijak dengan menganalisis pasar *bullish/bearish* yang tercermin dari harga saham (Sunariyah, 2011). *Jakarta Islamic Index (JII)* adalah indeks saham syariah yang menjadi *benchmark*, (Afiyanti Tripuspitorini et al., 2021) terdiri dari perusahaan-perusahaan yang beroperasi sesuai dengan prinsip syariah dan memenuhi kriteria tertentu. Berikut gambaran indeks harga saham syariah selama period 2004-2023 per triwulan:

Gambar 1. Perkembangan Indeks Harga Saham Syariah Tahun 2004-2023



Sumber: Bursa Efek Indonesia (2023)

Data harga saham JII 2004-2023 menunjukkan fluktuasi tiap triwulan. Pada 2020 Q4 dan 2021 Q1, terjadi penurunan drastis sekitar 50% akibat gangguan ekonomi saat pandemi COVID-19 (Darmastuti et al., 2021). Situasi ini menyebabkan kekhawatiran dan ketidakpastian yang signifikan di pasar. Karena itu, BI dan menteri keuangan prediksi ekonomi Indonesia suram, pertumbuhan -5,32% di 2020. Kebijakan pandemi, seperti kebijakan Pembatasan Sosial Berskala Besar (PSBB), pengaruhi penurunan IHSG sebagai respons terhadap pandemi COVID-19 juga berdampak signifikan pada melemahnya indeks harga saham (Sasono, 2022).

Indeks harga saham di pasar modal sangat rentan terhadap perubahan kondisi makroekonomi. Fluktuasi yang terjadi di Pasar modal akan terkait dengan perubahan yang terjadi pada berbagai variabel makroekonomi (Mahpudin, 2020), seperti pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs.

Pertama, pertumbuhan ekonomi adalah suatu proses kenaikan output perkapita jangka panjang (Tambunan, 2018). Pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan berkelanjutan adalah kunci bagi pembangunan dan kesejahteraan (Istinganah & Hartiyah, 2021). Pertumbuhan ekonomi yang baik meningkatkan daya beli masyarakat, mendorong peningkatan penjualan perusahaan, yang pada akhirnya dapat mengakibatkan kenaikan harga saham perusahaan (Wahyu Putra Asmara & Gede Suarjaya, 2018).

Pada beberapa triwulan, penurunan harga saham tidak sejalan dengan pertumbuhan ekonomi yang naik, atau sebaliknya. Tahun 2019-2020, pandemi COVID-19 memicu kontraksi pertumbuhan ekonomi pada tahun 2020 sebesar -2,07 persen. Hal ini menyebabkan perekonomian Indonesia pada tahun 2020 mengalami deflasi atau penurunan drastis karena perkembangan ekonomi di Indonesia mempunyai pergerakan yang kurang stabil (Putri Melati, 2023)

Kedua variabel makroekonomi lainnya yang berpengaruh terhadap harga saham adalah inflasi. Inflasi merupakan salah satu faktor makro ekonomi yang dapat mempengaruhi harga saham. Inflasi merujuk pada kenaikan harga secara menyeluruh, bukan hanya satu atau dua produk (M. Suparmoko, 2014). Inflasi yang rendah dan stabil dapat mempertahankan daya beli dan menjaga suku bunga yang moderat, yang juga mendukung iklim investasi (Sari, 2019).

Hubungan antara inflasi dan harga saham tidak selalu linier, terlihat pada tahun 2022 di mana kenaikan inflasi tidak selalu mengakibatkan penurunan harga saham, memerlukan analisis lebih

lanjut. Ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yang menemukan hubungan negatif antara inflasi dan harga saham (Eldomiaty et al., 2019).

Ketiga, faktor makro ekonomi selanjutnya yang mempengaruhi harga saham yaitu nilai tukar mata uang/kurs. Nilai kurs yang stabil juga penting karena dapat memengaruhi daya saing ekspor dan impor perusahaan di IHSG (Azizah Rasudu, 2021).

Masalah utama dalam penelitian ini adalah volatilitas pasar, di mana harga saham sering mengalami fluktuasi yang signifikan dalam waktu singkat. Hal ini dapat menghambat upaya untuk mengidentifikasi pola atau hubungan yang konsisten dalam analisis. Selain itu, efek berita memiliki peran penting, di mana pengumuman berita baik atau buruk dapat memicu pergerakan harga yang tajam dan sementara, mengganggu analisis jangka panjang. Perubahan dalam kebijakan pemerintah, baik di bidang ekonomi maupun keuangan, juga dapat berdampak signifikan pada pasar saham dan harus menjadi perhatian dalam analisis ini. Terakhir, dampak peristiwa khusus selama periode analisis, seperti krisis ekonomi global, perubahan politik, dan pandemi COVID-19, juga perlu dipertimbangkan karena dapat berpengaruh besar pada hasil penelitian.

Fenomena yang dapat diidentifikasi dari masalah yang terjadi adalah fluktuasi harga saham yang tidak selalu mengikuti pola yang diharapkan berdasarkan faktor-faktor makroekonomi seperti pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan nilai tukar. Meskipun sebagian besar penelitian dan teori ekonomi menyatakan bahwa inflasi yang tinggi dan pertumbuhan ekonomi yang rendah dapat mengakibatkan penurunan harga saham, fakta mencatat beberapa periode di mana penurunan harga saham tidak selalu diikuti oleh kenaikan inflasi atau penurunan pertumbuhan ekonomi, dan sebaliknya. Hal ini menciptakan ketidakpastian bagi investor dan dapat menghasilkan keputusan investasi yang tidak efisien. Ketidakpastian ini dapat mempengaruhi stabilitas pasar modal dan dapat menjadi tantangan bagi investor yang mencoba mengambil keputusan investasi yang bijak.

Penelitian sebelumnya mengenai faktor makroekonomi dan harga saham menghasilkan hasil penelitian beragam, seperti penelitian (Botey-Fullat et al., 2023), (Shahzad et al., 2021), (Hashmi & Chang, 2023) Hubungan antara pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan nilai tukar dengan indeks harga saham syariah memiliki berbagai implikasi yang perlu dipahami. Pertumbuhan ekonomi yang stabil dapat meningkatkan daya beli masyarakat, mengangkat penjualan perusahaan, dan pada akhirnya, memicu kenaikan harga saham.

Di sisi lain, penelitian (Eldomiaty et al., 2019), (El-Masry & Badr, 2021), (Cahyaning Pratiwi et al., 2022), (Wang et al., 2023), menyatakan inflasi yang tinggi dapat mengurangi daya beli dan laba perusahaan, yang dapat mengakibatkan penurunan harga saham. Sementara itu, pergerakan nilai tukar memiliki dampak yang berlawanan tergantung pada apakah mata uang lokal menguat atau melemah.

Kemudian, penelitian (Bahmani-Oskooee & Saha, 2015), (Asravor & Fonu, 2021), (Osamwonyi & Audu, 2021), (Sharma et al., 2023), (Montes & Tiberto, 2012), (Wong & MacDonald, 2023), (Zeng et al., 2022), (Sakti & Harun, 2015), menunjukkan mata uang yang lemah dapat meningkatkan biaya produksi perusahaan dan berdampak pada harga saham, sedangkan mata uang yang kuat dapat mendukung harga saham dengan mengurangi biaya produksi.

Penelitian ini mengisi *research gap* terkait pengaruh variabel makroekonomi pada harga saham di Indonesia, yang didorong oleh adanya perbedaan hasil penelitian sebelumnya dan realitas pasar yang tidak sesuai teori. *Gap* dalam penelitian mencakup ketidakpastian dalam pengaruh faktor makroekonomi pada pasar saham Indonesia, variasi pengaruh di sektor-sektor saham tertentu, dan kebutuhan akan pemahaman yang lebih dalam tentang korelasi antara variabel makroekonomi dan saham syariah.

Penelitian ini terletak pada penekanan pada saham syariah di Jakarta Islamic Index (JII) yang diprosikan indeks saham syariah. Selain itu, penelitian ini melibatkan periode waktu yang panjang,

mulai dari tahun 2004 hingga 2023 untuk pemahaman yang lebih holistik, menggunakan *Vector Error Correction Model* (VECM) sebagai metode analisis yang kuat, dan memberikan wawasan fundamental kepada pemangku kepentingan pasar keuangan syariah untuk pengambilan keputusan investasi yang lebih baik, karena membantu investor dalam merencanakan strategi investasi.

Tujuan dari penelitian ini untuk melihat bagaimana hubungan interaksi dan kontribusi variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi dan kurs dengan indeks harga saham syariah. Penelitian ini penting karena membantu investor dan pengambil keputusan keuangan memahami bagaimana faktor ekonomi makro memengaruhi saham syariah di Jakarta Islamic Index, mendukung manajemen risiko yang lebih baik, mempromosikan perkembangan pasar keuangan syariah di Indonesia, serta mendorong keterbukaan terhadap inovasi investasi berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Oleh karena itu, penelitian ini merupakan lanjutan dari penelitian sebelumnya, dalam penelitian ini akan di bahas secara detail hubungan satu arah dan dua arah antara variabel serta variabel mana yang lebih berpengaruh baik secara jangka pendek maupun jangka panjang. Dengan demikian peneliti mengangkat sebuah judul penelitian “Analisis Hubungan Faktor Ekonomi Makro dengan Indeks Harga Saham Syariah Menggunakan *Vector Error Correction Model* (VECM)”.

II. METODE PENELITIAN

Jenis penelitian yang dilakukan dalam penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif. Pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan teknik *probability sampling*, yang memberikan peluang yang sama bagi setiap unsur populasi untuk dipilih menjadi anggota sampel. Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terindeks di JII mulai tahun 2004-2023 menggunakan data triwulan sebanyak 80 sampel. Penelitian ini menggunakan teknik pengumpulan data studi pustaka serta dokumentasi.

Pada penelitian ini, peneliti menggunakan analisis *Vector Error Correction Model* (VECM). VECM (*Vector Error Correction Model*) sendiri bertujuan untuk melihat hubungan jangka pendek dan menggunakan uji kointegrasi untuk melihat indikasi adanya hubungan jangka panjang. VECM merupakan bentuk turunan *Vector Autoregressive* (VAR). Estimasi VAR memiliki beberapa tahapan estimasi, diantaranya uji stasioneritas, uji *lag* optimal, uji *granger*, uji kointegrasi, uji model VAR/VECM, uji *impulse response function* dan uji *variance decomposition* (Mahpudin, 2020). Studi ini menggunakan 4 variabel sebagai berikut:

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Indikator	Skala
1	Indeks Harga Saham Syariah	Indeks harga saham adalah indeks harga yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh permintaan dan penawaran saham yang bersangkutan di pasar modal.(Dalimunthe, 2018)	$\text{Indeks Harga Saham} = \frac{\sum Ps}{\sum PBase} \times 100\%$	Rasio
2	Pertumbuhan Ekonomi (X ₁)	Pertumbuhan ekonomi adalah suatu proses kenaikan output perkapita jangka panjang.(M. Suparmoko, 2014)	$\text{Pertumbuhan Ekonomi} = \frac{PDRB_t - PDRBB_{t-1}}{PDRBB_{t-1}} \times 100\%$	Rasio
3	Inflasi (X ₂)	Inflasi adalah kenaikan harga umum secara terus-menerus sehingga dapat melemahkan daya beli masyarakat.(M. Suparmoko, 2014)	$INF = \frac{IHK_n - IHK_{n-1}}{IHK_{n-1}} \times 100\%$	Rasio

4	<p>Nilai Tukar (X₃)</p> <p>Nilai tukar atau kurs merupakan angka ataupun harga mata uang suatu negeri yang telah diukur ataupun telah diungkapkan dalam mata uang negara lain.(Efriyenty, 2020)</p>	$= \frac{\text{Kurs } \textit{kurs jual} + \textit{kurs beli}}{2}$	Rasio
---	--	--	-------

III. HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Uji Stasioneritas

Variabel indeks harga saham, pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs stasioneritas pada tingkat *first difference* karena nilai probabilitas ADF dari masing-masing variabel lebih kecil dari 5%.Berikut ini adalah hasil pengujian stasioneritas menggunakan metode *Augmented Dickey Fuller* (ADF) dalam penelitian ini:

Tabel 2. Uji Stasioneritas

Variabel	Level		First Difference	
	ADF	Prob	ADF	Prob
Indeks Harga Saham	2,24063	0,1939	8,52685	0,0000
Pertumbuhan Ekonomi	8,93429	0,0000	8,49466	0,0000
Inflasi	14,53583	0,0000	9,16889	0,0000
Kurs	0,99805	0,7505	10,93766	0,0000

Sumber: Olah Data EVIEWS 10

2. Uji Stabilitas

Berikut ini adalah hasil uji stabilitas yang dilakukan dalam penelitian ini:

Tabel 3. Uji Stabilitas

Root	Modulus
-0.317738 - 0.456653i	0.556317
-0.317738 + 0.456653i	0.556317
-0.469352 - 0.164571i	0.497368
-0.469352 + 0.164571i	0.497368
0.106356 - 0.420434i	0.433678
0.106356 + 0.420434i	0.433678
-0.002352 - 0.268213i	0.268223
-0.002352 + 0.268213i	0.268223

Sumber: Olah Data EVIEWS 10

Berdasarkan hasil uji, dapat disimpulkan bahwa semua roots-nya memiliki modulus yang lebih kecil dari satu (Modulus < 1) dan semuanya berada di dalam *circle* satuan. Oleh karena itu, data penelitian ini telah stabil.

3. Uji Lag Optimum

Berikut ini adalah hasil penetapan panjang lag optimal dalam penelitian ini:

Tabel 4. Penetapan Lag Optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1541.614	NA	5.20e+13	42.93371	43.06019*	42.98406
1	-1512.409	54.35300	3.61e+13	42.56692	43.19932	42.81868*
2	-1494.739	30.92167	3.46e+13*	42.52054*	43.65887	42.97371
3	-1484.816	16.26381	4.14e+13	42.68933	44.33359	43.34391
4	-1477.024	11.90425	5.30e+13	42.91733	45.06751	43.77332
5	-1463.062	19.77909	5.80e+13	42.97395	45.63006	44.03135
6	-1431.746	40.88551*	3.99e+13	42.54849	45.71053	43.80730
7	-1416.958	17.66280	4.44e+13	42.58217	46.25013	44.04240

Sumber: Olah Data EVIEWS 10

Hasil penetapan panjang lag optimal ditentukan berdasarkan kandidat selang terbaik yang dipilih berdasarkan kriteria *Final Prediction Error* (FPE) dan *Akaike Information Criterion* (AIC), yang ditemukan optimal pada lag 2.

4. Uji Kausalitas Granger

Tabel 5. Uji Kausalitas Granger

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
D(PEK) does not Granger Cause D(IH)	77	0.31400	0.7315
D(IH) does not Granger Cause D(PEK)		0.45151	0.6385
D(INF) does not Granger Cause D(IH)	77	1.59219	0.2106
D(IH) does not Granger Cause D(INF)		0.76854	0.4675
D(KURS) does not Granger Cause D(IH)	77	0.69672	0.5015
D(IH) does not Granger Cause D(KURS)		0.23695	0.7896

Sumber: Olah Data EVIEWS 10

Berdasarkan hasil uji kausalitas Granger, ditemukan tiga hubungan dua arah antara variabel penelitian yang dapat disimpulkan sebagai berikut:

- Uji Granger dengan variabel pertumbuhan ekonomi (PEK) menunjukkan tidak terdapat hubungan kausalitas satu arah maupun dua arah di buktikan dengan nilai probabilitas > 0,05.
- Uji Granger dengan variabel inflasi (INF) menunjukkan tidak terdapat hubungan kausalitas satu arah maupun dua arah di buktikan dengan nilai probabilitas > 0,05.
- Uji Granger dengan variabel kurs menunjukkan tidak terdapat hubungan kausalitas satu arah maupun dua arah di buktikan dengan nilai probabilitas > 0,05.

5. Uji Kointegrasi

Berikut adalah ketentuan untuk uji kointegrasi:

Tabel 6. Hasil Uji Kointegrasi

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.598916	185.7801	47.85613	0.0000
At most 1 *	0.535133	116.3477	29.79707	0.0000
At most 2 *	0.340151	58.13127	15.49471	0.0000
At most 3 *	0.294707	26.53476	3.841466	0.0000

Sumber: Olah Data EVIEWS 10

Hasil uji kointegrasi menunjukkan bahwa nilai Probabilitas Signifikansi adalah 0,00; yang lebih kecil dari 5%. Hal ini menunjukkan adanya kointegrasi antara variabel-variabel tersebut, mengindikasikan bahwa terdapat keseimbangan jangka panjang (long-run equilibrium) di antara variabel harga saham, pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya akan menggunakan estimasi model *Vector Error Correction Model* (VECM).

6. Estimasi Model VECM

a. Estimasi Model Jangka Panjang

Berikut adalah hasil estimasi model yang dihasilkan dalam penelitian ini:

Tabel 7 Estimasi Jangka Panjang VECM

Endogen	Eksogen	Koefisien	S.E	T stat
IH (-5.932745)	PEK	-2.511951	1.61149	-1.55877
	INF	-53.649100	5.51629	-9.72558
	KURS	0.001917	0.05502	0.03485

Sumber: Olah Data EVIEWS 10

Berdasarkan estimasi jangka panjang dalam model persamaan indeks harga saham syariah yang terbentuk adalah:

$$IH_t = -5,93 - 2,51PEK - 53,65 INF_{t2} + 0,002 KURS_{t3} + \epsilon_t \dots (i)$$

Interpretasi dari persamaan jangka panjang indeks harga saham syariah adalah sebagai berikut:

- 1) Nilai konstanta indeks harga saham syariah bernilai negatif sebesar 5,93 artinya jika variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs bernilai konstan, maka indeks harga saham syariah dalam jangka panjang nilainya turun sebesar 5,93 satuan.
- 2) Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi bernilai negatif sebesar 2,51. Artinya, jika pertumbuhan ekonomi Indonesia meningkat 1 satuan, sementara variabel lainnya konstan, maka indeks harga saham syariah dalam jangka panjang nilainya turun sebesar 2,51 satuan.
- 3) Nilai koefisien inflasi bernilai negatif sebesar 53,65. Artinya, jika inflasi meningkat 1 satuan, sementara variabel lainnya konstan, maka indeks harga saham syariah dalam jangka panjang nilainya turun sebesar 53,65 satuan.
- 4) Nilai koefisien kurs bernilai positif sebesar 0,002. Artinya, jika kurs menguat 1 satuan, sementara variabel lainnya konstan, maka indeks harga saham syariah dalam jangka panjang nilainya naik sebesar 0,002 satuan.

b. Estimasi Model Jangka Pendek

Tabel 8. Estimasi Jangka Pendek VECM

Endogen	Eksogen	Koefisien	S.E	T stat
IH (-1.088939)	PEK	-0.094401	0.18095	-0.52171
	INF	-0.329928	0.76659	-0.43039
	KURS	-0.005653	0.01278	-0.44229

Sumber: Olah Data EVIEWS 10

Berdasarkan estimasi jangka pendek dalam model persamaan indeks harga saham syariah yang terbentuk adalah:

$$IH_t = -1,09 - 0,09 PEK_{t1} - 0,33 INF_{t2} - 0,006 KURS_{t3} + \epsilon_t(ii)$$

Interpretasi dari persamaan jangka pendek indeks harga saham syariah adalah sebagai berikut:

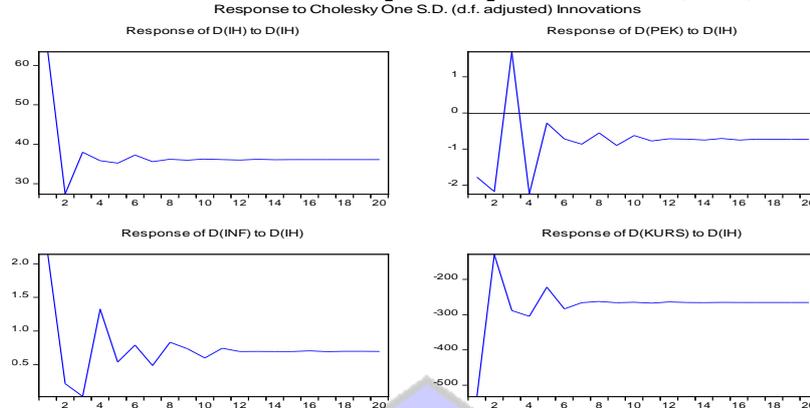
- (1) Nilai konstanta indeks harga saham syariah bernilai negatif sebesar 1,09 artinya jika variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs bernilai konstan, maka indeks harga saham syariah dalam jangka pendek nilainya turun sebesar 1,09 satuan.
- (2) Nilai koefisien pertumbuhan ekonomi bernilai negatif sebesar 0,09. Artinya, jika pertumbuhan ekonomi Indonesia meningkat 1 satuan, sementara variabel lainnya konstan, maka indeks harga saham syariah dalam jangka pendek nilainya turun sebesar 0,09 satuan.
- (3) Nilai koefisien inflasi bernilai negatif sebesar 0,33. Artinya, jika inflasi meningkat 1 satuan, sementara variabel lainnya konstan, maka indeks harga saham syariah dalam jangka pendek nilainya turun sebesar 0,33 satuan.
- (4) Nilai koefisien kurs bernilai negatif sebesar 0,006. Artinya, jika kurs meningkat 1 satuan, sementara variabel lainnya konstan, maka indeks harga saham syariah dalam jangka pendek nilainya turun sebesar 0,006 satuan.

7. Impuls Respon Functions

Analisis *Impulse Response Function* (IRF) adalah sebuah metode dalam analisis ekonometrik yang digunakan untuk mengevaluasi dampak jangka pendek dan jangka panjang dari perubahan pada variabel variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs terhadap variabel

indeks harga saham syariah dalam model penelitian ini. Berikut hasil uji IRF selama 20 periode dalam penelitian ini:

Gambar IV. Impuls Respon Functions (IRFs)



Sumber: Olah Data EVIEWS 10

Pola IRF menunjukkan pada periode kedua indeks harga saham syariah mulai stabil, karena fluktuasi respons menurun secara signifikan atau mencapai titik keseimbangan. Hal ini karena adanya interaksi dari variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs mata uang.

Dengan demikian, respons awal indeks harga saham syariah terhadap pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs mata uang menunjukkan ketidakberinteraksian pada periode awal, namun pada periode kedua terjadi interaksi yang signifikan. Respons terhadap pertumbuhan ekonomi meningkat, sementara interaksi terhadap inflasi adalah negatif. Meskipun respons terhadap kurs mata uang relatif kecil, pola interaksi ini terus berubah dari periode ke periode. Pola IRF menunjukkan bahwa pada periode kedua, indeks harga saham syariah mulai menunjukkan stabilitas karena fluktuasi respons menurun secara signifikan atau mencapai titik keseimbangan, akibat interaksi dengan variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs mata uang.

8. Variance Decomposition

Variance decomposition adalah cara untuk mengetahui seberapa besar kontribusi berbagai variabel terhadap variasi indeks harga saham syariah dari periode awal hingga periode ke-20. Dalam analisis ini, variasi indeks harga saham syariah dibagi menjadi dua bagian, yaitu kontribusi langsung dari indeks harga saham syariah itu sendiri dan kontribusi dari variabel lain seperti pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs mata uang. Berikut hasilnya:

Tabel IV.12 Variance Decomposition

Variance Decomposition of D(HS):					
Period	S.E.	D(IH)	D(PEK)	D(INF)	D(KURS)
1	63.38652	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	70.37140	96.27102	0.220177	3.479554	0.029247
3	80.96397	94.74545	0.260729	4.964838	0.028984
4	88.53985	95.58389	0.233532	4.154212	0.028371
5	95.72617	95.30087	0.222487	4.411397	0.065248
6	103.0913	95.23060	0.196765	4.482194	0.090438
7	109.2875	95.32645	0.180795	4.406624	0.086133
8	115.3259	95.46046	0.165042	4.296242	0.078253
9	121.0281	95.50517	0.149860	4.273296	0.071671
10	126.5801	95.51644	0.140398	4.277300	0.065861
11	131.8141	95.57809	0.129849	4.231327	0.060740
12	136.8316	95.61321	0.121366	4.208794	0.056627
13	141.7273	95.64069	0.114428	4.192102	0.052784

14	146.4317	95.66490	0.107652	4.177978	0.049470
15	150.9900	95.68931	0.102198	4.161884	0.046603
16	155.4161	95.71153	0.097137	4.147338	0.043991
17	159.7223	95.72798	0.092591	4.137742	0.041687
18	163.9150	95.74500	0.088606	4.126790	0.039599
19	168.0000	95.76023	0.084912	4.117137	0.037719
20	171.9907	95.77361	0.081611	4.108766	0.036011

Sumber: Olah Data EVIEWS 10

Komposisi varian menurut sumber *shock* secara vertikal menggambarkan kontribusi relatif dari masing-masing variabel terhadap variasi indeks harga saham syariah. Pada periode pertama, kontribusi indeks harga saham syariah terhadap variasi indeks harga saham syariah adalah 100%, sedangkan kontribusi dari variabel PEK, INF, dan KURS adalah nol. Namun, dari periode kedua hingga ke-20, kontribusi indeks harga saham syariah terus menurun secara bertahap, sedangkan kontribusi dari variabel lainnya seperti pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs mata uang mengalami peningkatan secara signifikan.

Dengan demikian, analisis *Variance Decomposition* menunjukkan perubahan kontribusi variabel terhadap variasi indeks harga saham syariah dari awal hingga periode ke-20. Awalnya, harga saham dipengaruhi sepenuhnya oleh faktor internalnya, tetapi seiring waktu, faktor eksternal seperti inflasi dan pertumbuhan ekonomi mulai berperan. Tingkat ketidakpastian dalam estimasi kontribusi variabel juga meningkat seiring waktu, mencerminkan kompleksitas variasi indeks harga saham syariah dari waktu ke waktu.

Pembahasan hasil penelitian mengungkapkan temuan terkait hubungan interaksi dan kontribusi pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan kurs dengan indeks harga saham syariah. Berdasarkan analisis data, pembahasan penelitian dapat dipaparkan sebagai berikut:

1. Hubungan Interaksi dan Kontribusi Pertumbuhan Ekonomi dengan Indeks Harga Saham Syariah

Pertumbuhan ekonomi yang kuat secara umum meningkatkan indeks harga saham syariah. Hal ini karena pertumbuhan ekonomi meningkatkan daya beli masyarakat, memicu permintaan saham yang lebih tinggi. Sebaliknya, penurunan pertumbuhan ekonomi cenderung menurunkan harga saham karena berkurangnya kepercayaan investor dan penurunan permintaan saham.

Berdasarkan hasil uji Granger menunjukkan tidak terdapat hubungan kausalitas dua arah antara pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian jangka panjang bahwa tidak terdapat hubungan interaksi dan kontribusi jangka panjang dan jangka pendek pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah. Namun, pada uji kointegrasi menunjukkan bahwa terjadi kointegrasi pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah yang mengindikasikan adanya pengaruh jangka panjang antar variable.

Berdasarkan analisis IRF, awalnya indeks harga saham syariah tidak bereaksi signifikan terhadap pertumbuhan ekonomi. Namun, pada periode kedua terjadi perubahan, yaitu adanya respons terhadap pertumbuhan ekonomi meningkat. Pola IRF menunjukkan stabilitas indeks harga saham syariah pada periode kedua karena fluktuasi respons menurun secara signifikan, terkait dengan interaksi pertumbuhan ekonomi.

Analisis *Variance Decomposition* menunjukkan bahwa pada awalnya, variasi indeks harga saham syariah sepenuhnya ditentukan oleh faktor internalnya sendiri, dengan kontribusi sebesar 100%. Namun, seiring waktu, kontribusi langsung dari indeks harga saham syariah secara bertahap menurun, sementara kontribusi dari pertumbuhan ekonomi mencapai sekitar

0,26%. Hal ini menunjukkan bahwa variabilitas indeks harga saham syariah masih dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi dan memainkan peran yang semakin penting dalam menentukan variasi indeks harga saham syariah dari periode awal hingga ke-20.

Berdasarkan kajian penelitian terdahulu, studi Esli Silalahi dan Rudy Sihombing menunjukkan bahwa harga saham dipengaruhi oleh permintaan (Silalahi & Sihombing, 2021). Adanya peningkatan pertumbuhan ekonomi suatu negara akan mempengaruhi pertumbuhan investasi di Negara tersebut, tingginya permintaan investasi akan mempengaruhi sirkulasi harga produk dari investasi itu sendiri. Jadi setiap kenaikan pertumbuhan ekonomi akan berimbas pada peningkatan harga saham dan begitu juga sebaliknya setiap penurunan pertumbuhan ekonomi maka harga saham akan ikut menurun (Huy et al., 2020). Pertumbuhan ekonomi dan indeks harga saham syariah memiliki hubungan yang erat, seperti penelitian (Botey-Fullat et al., 2023), (Sukmawati & Haryono, 2021), (Shahzad et al., 2021), (Hashmi & Chang, 2023). Ketika ekonomi suatu negara tumbuh dengan stabil, banyak perusahaan yang mengalami peningkatan dalam penjualan dan laba. Hal ini membuat investor lebih optimis tentang kinerja perusahaan, yang pada gilirannya dapat mendorong kenaikan harga saham mereka. Saham syariah, yang dikeluarkan oleh perusahaan yang mematuhi prinsip-prinsip syariah Islam, seringkali menjadi pilihan menarik bagi investor dalam lingkungan pertumbuhan ekonomi yang positif, karena dianggap lebih aman dan etis. Selain itu, stabilitas ekonomi dan sentimen positif dari investor juga dapat berperan penting dalam mengangkat indeks harga saham syariah. Faktor-faktor eksternal seperti suku bunga dan inflasi juga dapat dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi, dan perkiraan yang baik tentang faktor-faktor ini dapat memengaruhi indeks harga saham syariah. Oleh karena itu, pertumbuhan ekonomi berkontribusi pada indeks harga saham syariah melalui sejumlah cara yang saling terkait.

Dalam konteks teori *signalling*, harga saham pada saat *Initial Public Offering* (IPO) dapat dianggap sebagai sinyal kepada investor mengenai kondisi perusahaan. Teori sinyal ini menekankan pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi para pihak di luar perusahaan. Perusahaan menggunakan sinyal ini untuk memberikan gambaran positif atau negatif tentang prospeknya kepada investor. Respon investor terhadap sinyal tersebut dapat mempengaruhi kondisi pasar dan keputusan investasi mereka. Sebagai contoh, *underpricing* pada saat IPO bisa dianggap sebagai sinyal positif bagi investor, menandakan bahwa perusahaan tersebut memiliki kualitas yang baik (Yasar et al., 2020). Hal ini memicu investor untuk bereaksi dengan membeli saham perusahaan tersebut. Dalam konteks ini, penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi berperan penting dalam memberikan sinyal kepada investor tentang kondisi perusahaan, yang pada gilirannya dapat memengaruhi indeks harga saham syariah di pasar modal.

Dalam kerangka teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH), temuan ini dapat diinterpretasikan sebagai refleksi dari gagasan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia secara efisien. EMH menyatakan bahwa investor tidak dapat secara konsisten menghasilkan keuntungan di atas rata-rata pasar karena harga saham telah mencerminkan semua informasi yang relevan (Mubarok & Fadhli, 2020), termasuk informasi tentang pertumbuhan ekonomi.

Dalam konteks ini, pertumbuhan ekonomi dapat dianggap sebagai isyarat (*signal*) bagi investor tentang kondisi perusahaan dan prospeknya di masa depan. Investor yang berpegang teguh pada teori EMH akan cenderung memperhitungkan informasi tentang pertumbuhan ekonomi dalam pengambilan keputusan investasi mereka. Oleh karena itu, pertumbuhan ekonomi masih memberikan sinyal penting kepada investor tentang kesehatan dan prospek perusahaan, yang kemudian tercermin dalam pergerakan indeks harga saham syariah. Dan

tetap menjadi faktor penting yang memengaruhi perilaku investor dan, akhirnya, indeks harga saham syariah di pasar modal.

Dalam konteks *Arbitrage Pricing Theory* (APT), temuan ini sesuai dengan pemikiran bahwa harga aset, termasuk harga saham, ditentukan oleh sejumlah faktor risiko makroekonomi yang dapat memengaruhi harga saham. APT memandang bahwa variabel-variabel makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, nilai tukar mata uang, dan pertumbuhan ekonomi memiliki pengaruh sistematis terhadap harga saham (Mahpudin, 2020). Model APT menegaskan bahwa investor cenderung mempertimbangkan kondisi makroekonomi dalam pengambilan keputusan investasi mereka di pasar modal.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan interaksi dan kontribusi jangka panjang dan jangka pendek pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah.

2. Hubungan Interaksi dan Kontribusi Inflasi dengan Indeks Harga Saham Syariah

Inflasi merupakan kenaikan harga-harga barang dan jasa dalam ekonomi, memiliki dampak signifikan pada indeks harga saham syariah. Ketika inflasi meningkat, daya beli masyarakat menurun, menekan permintaan barang dan jasa serta kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan oleh kenaikan biaya produksi yang berujung pada penurunan laba perusahaan dan harga saham. Investor cenderung mencari investasi yang berlawanan dengan inflasi, tetapi inflasi yang sangat tinggi merugikan ekonomi dengan mengurangi daya beli, mengganggu perdagangan, dan merusak investasi di pasar saham. Ini juga memengaruhi kebijakan moneter, mengarahkan investor ke deposito daripada saham. Hubungan antara inflasi dan indeks harga saham syariah menunjukkan bahwa inflasi yang tinggi dapat menurunkan harga saham, sementara inflasi yang moderat mendukungnya.

Hal ini karena inflasi merupakan kenaikan umum harga-harga barang dan jasa dalam suatu ekonomi, dapat memiliki dampak pada indeks harga saham syariah, seperti penelitian (Eldomiaty et al., 2019), (El-Masry & Badr, 2021), (Cahyaning Pratiwi et al., 2022), (Wang et al., 2023). Ketika inflasi meningkat, daya beli masyarakat cenderung menurun karena uang mereka menjadi kurang bernilai. Hal ini dapat mengurangi permintaan atas barang dan jasa, yang pada gilirannya dapat memengaruhi kinerja perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang mungkin memproduksi dengan biaya yang lebih tinggi karena kenaikan harga bahan baku atau tenaga kerja dapat melihat penurunan laba mereka. Investor cenderung mencari investasi yang dapat mengalahkan inflasi, seperti saham syariah, tetapi jika inflasi sangat tinggi, dapat membuat investor khawatir. Oleh karena itu, tingkat inflasi yang moderat cenderung mendukung indeks harga saham syariah, sementara inflasi yang sangat tinggi atau tidak terkendali dapat menjadi risiko dan mengurangi daya tarik saham syariah.

Dalam konteks *Signalling Theory*, temuan ini mencerminkan pentingnya informasi yang disampaikan oleh perusahaan kepada para investor sebagai sinyal mengenai kondisi perusahaan. Teori sinyal menekankan bahwa informasi yang disampaikan oleh perusahaan kepada pasar modal memiliki pengaruh besar dalam pengambilan keputusan investasi oleh investor. Dalam hal ini, perubahan respons dan interaksi antara inflasi dan indeks harga saham syariah dapat diinterpretasikan sebagai respon pasar terhadap sinyal-sinyal yang diterima terkait dengan kondisi ekonomi dan keuangan perusahaan.

Dalam konteks *Efficient Market Hypothesis* (EMH), yang menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia secara efisien, termasuk informasi tentang inflasi. EMH menegaskan bahwa investor tidak dapat mengalahkan return pasar secara sistematis karena harga saham adalah rasional dan mencerminkan nilai fundamental (Mubarak & Fadhli, 2020).

Di sisi lain, *Arbitrage Pricing Theory* (APT) menunjukkan bahwa variabel-variabel inflasi memiliki pengaruh sistematis terhadap harga saham (Mahpudin, 2020). Temuan ini mengindikasikan bahwa meskipun harga saham mencerminkan informasi tentang pertumbuhan ekonomi secara efisien, faktor-faktor makroekonomi seperti inflasi tetap mempengaruhi indeks harga saham syariah dalam jangka panjang.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan interaksi dan kontribusi jangka panjang dan jangka pendek pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah.

3. Hubungan Interaksi dan Kontribusi Nilai Tukar dengan Indeks Harga Saham Syariah

Nilai tukar, khususnya terhadap dolar Amerika Serikat, memiliki dampak yang signifikan pada indeks harga saham syariah. Pergerakan nilai tukar mempengaruhi biaya produksi perusahaan yang memiliki utang dalam valuta asing, yang dapat mengakibatkan kenaikan harga barang dan penurunan keuntungan. Pelemahan nilai tukar dapat menurunkan daya tarik investasi dalam saham syariah, sementara penguatan nilai tukar dapat meningkatkan harga saham. Dengan demikian, nilai tukar yang kuat mendukung indeks harga saham syariah, sedangkan pelemahan nilai tukar dapat berdampak negatif. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa nilai tukar memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan harga saham, dengan kenaikan nilai tukar menyebabkan penurunan harga saham. Oleh karena itu, terdapat keterkaitan yang penting antara nilai tukar dan indeks harga saham syariah dalam konteks pasar modal Indonesia.

Berdasarkan hasil uji Granger menunjukkan tidak terdapat hubungan kausalitas dua arah antara kurs dengan indeks harga saham syariah. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian jangka panjang bahwa tidak terdapat hubungan interaksi dan kontribusi jangka panjang dan jangka pendek kurs dengan indeks harga saham syariah. Namun, pada uji kointegrasi menunjukkan bahwa terjadi kointegrasi kurs dengan indeks harga saham syariah.

Berdasarkan analisis IRF, awalnya indeks harga saham syariah tidak bereaksi signifikan terhadap kurs. Namun, pada periode kedua terjadi perubahan, yaitu adanya respons terhadap kurs meningkat, meskipun sementara interaksi dengan kurs mata uang relatif kecil. Pola IRF menunjukkan stabilitas indeks harga saham syariah pada periode kedua karena fluktuasi respons menurun secara signifikan, terkait dengan interaksi kurs mata uang.

Analisis *Variance Decomposition* menunjukkan bahwa pada awalnya, variasi indeks harga saham syariah sepenuhnya ditentukan oleh faktor internalnya sendiri, dengan kontribusi sebesar 100%. Namun, seiring waktu, kontribusi langsung dari indeks harga saham syariah secara bertahap menurun, sementara kontribusi dari kurs hanya mencapai sekitar 0,029%. Hal ini menunjukkan bahwa variabilitas indeks harga saham syariah masih dipengaruhi oleh kurs dan memainkan peran yang semakin penting dalam menentukan variasi indeks harga saham syariah dari periode awal hingga ke-20.

Dalam konteks *Signalling Theory*, temuan ini mencerminkan pentingnya informasi yang disampaikan oleh perusahaan kepada para investor sebagai sinyal mengenai kondisi perusahaan. Teori sinyal menekankan bahwa informasi yang disampaikan oleh perusahaan kepada pasar modal memiliki pengaruh besar dalam pengambilan keputusan investasi oleh investor. Dalam hal ini, perubahan respons dan interaksi antara kurs mata uang dan indeks harga saham syariah dapat diinterpretasikan sebagai respon pasar terhadap sinyal-sinyal yang diterima terkait dengan kondisi ekonomi dan keuangan perusahaan.

Teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) menyatakan bahwa harga saham mencerminkan semua informasi yang tersedia secara efisien di pasar. EMH mengasumsikan bahwa investor berperilaku rasional dan harga saham bergerak secara acak, mencerminkan nilai fundamental perusahaan (Mubarok & Fadhli, 2020). Meskipun tidak ada hubungan kausalitas, uji

kointegrasi menunjukkan bahwa terdapat kointegrasi antara kurs dan indeks harga saham syariah, menandakan adanya hubungan dalam jangka panjang.

Dalam konteks teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT), hasil ini menunjukkan bahwa variabel makroekonomi seperti kurs mata uang memiliki pengaruh sistematis terhadap harga saham. APT menekankan bahwa faktor-faktor ekonomi seperti inflasi, suku bunga, dan nilai tukar mata uang mempengaruhi harga saham secara signifikan (Mahpudin, 2020). Meskipun kontribusi langsung dari kurs terhadap perubahan harga saham relatif kecil, hasil analisis menunjukkan bahwa terjadi perubahan respons terhadap perubahan kurs, meskipun interaksinya dengan kurs relatif kecil.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan interaksi dan kontribusi jangka panjang dan jangka pendek pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah.

IV. KESIMPULAN

1. Berdasarkan hasil uji Granger menunjukkan tidak terdapat hubungan kausalitas dua arah antara pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah. Namun, pada uji kointegrasi menunjukkan bahwa terjadi kointegrasi pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah yang artinya di indikasikan ada hubungan jangka panjang kedua variabel. Hal ini dapat dilihat analisis IRF bahwa pada periode kedua adanya respons terhadap pertumbuhan ekonomi yang menurun. Namun, masih ada kontribusi dari pertumbuhan ekonomi mencapai sekitar 0,26%. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan interaksi dan kontribusi jangka panjang dan jangka pendek pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah.
2. Berdasarkan hasil uji Granger menunjukkan tidak terdapat hubungan kausalitas dua arah antara pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah. Namun terdapat hubungan interaksi dan kontribusi jangka panjang inflasi dengan indeks harga saham syariah. Hal ini karena terjadi kointegrasi antara inflasi dengan indeks harga saham syariah. Hal ini dapat dilihat analisis analisis IRF, pada periode kedua terjadi perubahan respons dan interaksi dengan inflasi bernilai positif. Serta, kontribusi langsung dari indeks harga saham syariah secara bertahap menurun, sementara kontribusi dari inflasi meningkat sebesar 4,96%. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan interaksi dan kontribusi jangka panjang dan jangka pendek pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah.
3. Berdasarkan hasil uji Granger menunjukkan tidak terdapat hubungan kausalitas dua arah antara kurs dengan indeks harga saham syariah. Namun, pada uji kointegrasi menunjukkan bahwa terjadi kointegrasi kurs dengan indeks harga saham syariah di indikasikan ada hubungan jangka Panjang kedua variabel. Berdasarkan analisis IRF, pada periode kedua terjadi perubahan, yaitu adanya respons terhadap kurs meningkat, meskipun sementara interaksi dengan kurs mata uang relatif kecil. Pada analisis *Variance Decomposition* menunjukkan bahwa kontribusi dari kurs hanya mencapai sekitar 0,029%. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan interaksi dan kontribusi jangka panjang dan jangka pendek pertumbuhan ekonomi dengan indeks harga saham syariah.

V. REFERENSI

- Afiyanti Tripuspitorini, F., Setiawan, & Juliana Setiawan, N. (2021). Pengaruh faktor makroekonomi terhadap harga indeks saham syariah menggunakan pendekatan metode vecm. *Jurnal Ekonomi Keuangan Dan Manajemen*, 17, No. 2. <https://doi.org/10.30872/jinv.v17i2.7972>
- Asravor, R. K., & Fonu, P. D. (2021). Dynamic relation between macroeconomic variable, stock market returns and stock market development in Ghana. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 2637–2646. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1925>

- Azizah Rasudu, N. (2021). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs, Coupon Rate, dan Likuiditas Obligasi terhadap Harga Obligasi Pemerintah (Surat Utang Negara) Periode 2014-2016. *Jurnal Ilmu Manajemen Sosial Humaniora (JIMSH)*, 2(2), 115–131. <https://doi.org/10.51454/jimsh.v2i2.35>
- 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>
- Botey-Fullat, M., Marín-Palacios, C., & Arias-Martín, P. (2023). Macroeconomics and the Spanish stock market, impact-response analysis. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 36(1), 2180062. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2023.2180062>
- Cahyaning Pratiwi, A., Kusuma Wardhana, A., & Rusgianto, S. (2022). Application of Vector Error Correction Model on Macroeconomic Variables toward Changes in the Composite Stock Price Index. *Daengku: Journal of Humanities and Social Sciences Innovation*, 2(2), 219–229. <https://doi.org/10.35877/454RI.daengku883>
- Dalimunthe, H. (2018). Pengaruh Marjin Laba Bersih, Pengembalian Atas Ekuitas, Dan Inflasi Terhadap Harga Saham. *JURNAL AKUNTANSI DAN BISNIS: Jurnal Program Studi Akuntansi*, 4(2), 62. <https://doi.org/10.31289/jab.v4i2.1780>
- Darmastuti, S., Juned, M., Susanto, F. A., & Al-Husin, R. N. (2021). COVID-19 dan Kebijakan dalam Menyikapi Resesi Ekonomi: Studi Kasus Indonesia, Filipina, dan Singapura. *Jurnal Madani: Ilmu Pengetahuan, Teknologi, dan Humaniora*, 4(1). <https://doi.org/10.33753/madani.v4i1.148>
- Efriyenty, D. (2020). PENGARUH INFLASI DAN KURS TERHADAP HARGA SAHAM DI INDUSTRI DASAR DAN KIMIA. *GOING CONCERN: JURNAL RISET AKUNTANSI*, 15(4), 570. <https://doi.org/10.32400/gc.15.4.31601.2020>
- Eldomiatty, T., Saeed, Y., Hammam, R., & AboulSoud, S. (2019). The associations between stock prices, inflation rates, interest rates are still persistent: Empirical evidence from stock duration model. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, 25(49), 149–161. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-10-2018-0105>
- El-Masry, A. A., & Badr, O. M. (2021). Stock market performance and foreign exchange market in Egypt: Does 25th January revolution matter? *International Journal of Emerging Markets*, 16(6), 1048–1076. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-11-2017-0477>
- Hashmi, S. M., & Chang, B. H. (2023). Asymmetric effect of macroeconomic variables on the emerging stock indices: A quantile ARDL approach. *International Journal of Finance & Economics*, 28(1), 1006–1024. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2461>
- Hesniati, H., Fernando, F., Feblicia, S., Cerina, C., & Angela, A. (2022). Analisis Pengaruh Inflasi, Suku Bunga dan Nilai Tukar Dollar Terhadap Indeks Harga Saham LQ45. *Jurnal Sosial Sains*, 2(5), 563–571. <https://doi.org/10.36418/sosains.v2i5.391>
- Huy, D. T. N., Loan, B. T. T., & Anh, P. T. (2020). Impact of selected factors on stock price: A case study of Vietcombank in Vietnam. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 7(4), 2715–2730. [https://doi.org/10.9770/jesi.2020.7.4\(10\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2020.7.4(10))
- Istinganah, A., & Hartiyah, S. (2021). Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Nilai Tukar Rupiah, Produk Domestik Bruto Dan Jumlah Uang Beredar Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2010 Sampai 2019. *Journal of Economic, Business and Engineering (JEBE)*, 2(2), 245–252. <https://doi.org/10.32500/jebe.v2i2.1739>
- M. Suparmoko. (2014). *Pokok-pokok Ekonomika* (3rd ed.). In Media.
- Mahpudin, E. (2020). *Pengaruh Faktor Makroekonomi Terhadap Harga Saham Di Negara Emerging Market*. Universitas Pendidikan Indonesia.
- Mubarok, F., & Fadhli, M. M. (2020). Efficient Market Hypothesis and Forecasting in the Industrial Sector on the Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business, & Accountancy Ventura*, 23(2). <https://doi.org/10.14414/jebav.v23i2.2240>
- Osamwonyi, I. O., & Audu, G. A. (2021). Macroeconomic Factors And Stock Market Behaviour: An Analysis Of The 2008 Crisis. *Facta Universitatis, Series: Economics and Organization*, 1, 357. <https://doi.org/10.22190/FUEO200803026O>

- Putri Melati, W. (2023). *Pandemi Covid-19 Dan Menurunnya Perekonomian Indonesia*. <https://www.djkn.kemenkeu.go.id/artikel/baca/16064/Pandemi-Covid-19-Dan-Menurunnya-Perekonomian-Indonesia>
- Saat, Tito Arfandi, Erni Febrina Harahap (2024). The Role of Inflation and The Performance of Rural Banks on Indonesia's Economic Growth. *Gorontalo Development Review Vol 7 No. 1. April 2024*. P-ISSN: 2614-5170, E-ISSN: 2615-1375. P. 40-49. <https://jurnal.unigo.ac.id/index.php/gdrev/issue/view/181>
- Sakti, M. R. P., & Harun, Md. Y. (2015). Relationship between Islamic Stock Prices and Macroeconomic Variables: Evidence from Jakarta Stock Exchange Islamic Index. *Global Review of Islamic Economics and Business, 1*(1), 071. <https://doi.org/10.14421/grieb.2013.011-06>
- Sari, W. I. (2019). Analisis Pengaruh Inflasi, Suku Bunga SBI, Nilai Tukar Terhadap Return LQ 45 dan Dampaknya Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal SEKURITAS (Saham, Ekonomi, Keuangan Dan Investasi), 3*(1), 65. <https://doi.org/10.32493/skt.v3i1.3263>
- Sasono, H. (2022). Analisis Pengaruh Variabel Makro terhadap IHSG Periode Tahun 2008 sampai 2020. *Syntax Literate ; Jurnal Ilmiah Indonesia, 7*(2), 750. <https://doi.org/10.36418/syntax-literate.v7i2.6317>
- Shahzad, S. J. H., Hurley, D., & Ferrer, R. (2021). U.S. stock prices and macroeconomic fundamentals: Fresh evidence using the quantile ARDL approach. *International Journal of Finance & Economics, 26*(3), 3569–3587. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1976>
- Sharma, P., Shrivastava, A. K., Rohatgi, S., & Mishra, B. B. (2023). Impact of macroeconomic variables on sustainability indices using ARDL model. *Journal of Sustainable Finance & Investment, 13*(1), 572–588. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1972679>
- Silalahi, E., & Sihombing, R. (2021). PENGARUH FAKTOR MAKRO EKONOMI TERHADAP PERGERAKAN INDEKS HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2017-2020. *Jurnal Riset Akuntansi & Keuangan, 139–152*. <https://doi.org/10.54367/jrak.v7i2.1361>
- Sukmawati, F., & Haryono, N. (2021). Cointegration of Macroeconomics Variables and Dow Jones Industrial Average Index on the Composite Stock Price Index In 2015-2019. *Journal of ...*, *Query* date: 2022-10-18 15:36:38. <https://profesionalmudacendekia.com/index.php/jbmr/article/view/110>
- Sunariyah. (2011). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal Edisi* (6th ed.). UPP STIM YKPN.
- Tambunan, T. T. (2018). *Perekonomian Indonesia 1965-2018*. Ghalia Indonesia.
- Wahyu Putra Asmara, I. P., & Gede Suarjaya, A. (2018). Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan. *E-Jurnal Manajemen Unud, 7*(3). <https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i03.p010>
- Wang, X., Huang, Q., & Zhang, S. (2023). Effects of macroeconomic factors on stock prices for BRICS using the variational mode decomposition and quantile method. *The North American Journal of Economics and Finance, 67*, 101939. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2023.101939>
- Yasar, B., Martin, T., & Kiessling, T. (2020). An empirical test of signalling theory. *Management Research Review, 43*(11), 1309–1335. <https://doi.org/10.1108/MRR-08-2019-0338>
- Zeng, Q., Lu, X., Dong, D., & Li, P. (2022). Category-specific EPU indices, macroeconomic variables and stock market return predictability. *International Review of Financial Analysis, 84*, 102353. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102353>