

Analisis Pengaruh Inflasi, Kurs dan BI Rate terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia 2019-2024

Iqbal Nurosid^{1*}, Misfi Iaili Rohmi², Thoyibatun Nisa³, Hanna Hilyati Aulia⁴

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, Universitas Islam Negeri Jurai Siwo Lampung

Iqbal.nurrosid04@gmail.com^{1*}, misfilailirohmi@metrouniv.ac.id², nisathoyibatun90@gmail.com³,
hannahilyatiaulia@metrouniv.ac.id⁴

Received 30 November 2025 | Revised 11 Januari 2026 | Accepted 17 Januari 2026

*Korespondensi Penulis

Abstrak

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan indikator utama yang menggambarkan kinerja pasar modal syariah di Indonesia. Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh inflasi, nilai tukar, dan BI Rate terhadap ISSI selama periode 2019–2024 menggunakan data bulanan dari Bank Indonesia, Bursa Efek Indonesia, dan Badan Pusat Statistik. Dengan menggunakan metode *Vector Error Correction Model* (VECM) melalui program EViews 10, penelitian ini menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang antarvariabel. Hasil penelitian menunjukkan bahwa baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, inflasi dan BI Rate tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI. Namun, berbeda dengan itu, nilai tukar tidak memengaruhi ISSI secara langsung dalam jangka pendek, tetapi memberikan dampak positif signifikan dalam jangka panjang dengan nilai koefisien sebesar 0,054 dan t-statistik 10,39. Temuan ini menegaskan bahwa stabilitas kurs merupakan faktor yang sangat penting bagi pertumbuhan pasar modal syariah di Indonesia.

Kata Kunci: Inflasi, Kurs; BI Rate; Indeks Saham Syariah Indonesia

Abstract

The Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) is a primary indicator reflecting the performance of the Islamic capital market in Indonesia. This study aims to analyze the effects of inflation, exchange rates, and the BI Rate on ISSI during the 2019–2024 period using monthly data obtained from Bank Indonesia, the Indonesia Stock Exchange, and Statistics Indonesia. Employing the Vector Error Correction Model (VECM) method through EViews 10, the study examines both short-run and long-run relationships among the variables. The results indicate that, in both the short and long run, inflation and the BI Rate do not have a significant effect on ISSI. In contrast, the exchange rate does not directly affect ISSI in the short run but has a significant positive impact in the long run, with a coefficient value of 0.054 and a t-statistic of 10.39. These findings underscore that exchange rate stability is a crucial factor for the growth of the Islamic capital market in Indonesia.

Keywords: Inflation; Kurs; BI Rate; Indonesian Sharia Stock Index (ISSI)

PENDAHULUAN

Perkembangan ekonomi global yang begitu pesat telah memicu perubahan signifikan di berbagai aspek kehidupan, salah satunya yaitu sektor pasar modal yang merupakan suatu sistem keuangan terorganisasi seperti bank, institusi keuangan, serta beragam surat berharga dan instrumen keuangan yang dapat diperjualbelikan dalam jangka waktu tertentu (Sari, 2020). Pasar ini berfungsi menghubungkan pihak yang memiliki kelebihan dana dengan mereka yang membutuhkan pembiayaan, sehingga menjadi bagian penting dalam sistem ekonomi suatu negara. Melalui mekanisme tersebut, pasar modal ikut andil dalam mendorong pertumbuhan ekonomi dengan menyalurkan dana ke sektor-sektor produktif, sehingga sumber pembiayaan dapat teralokasi lebih efisien sehingga mampu mendorong aktivitas perekonomian nasional.

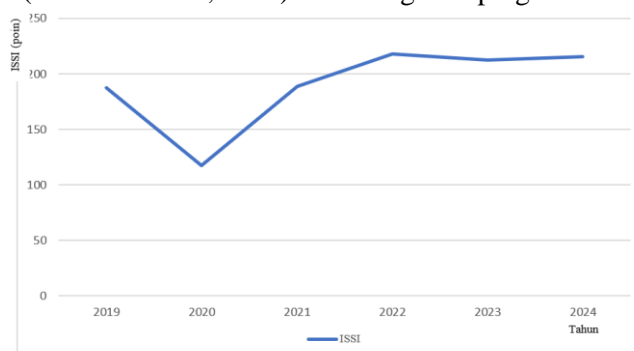
Sebagai negara dengan populasi Muslim yang sangat besar, Indonesia memiliki peluang besar bagi industri perbankan syariah untuk berkembang. Saat ini banyak orang yang sudah mulai bertransaksi dan mengelola keuangannya dengan berinvestasi di pasar modal (Hana, 2018). Investasi merupakan bentuk mu'amalah yang melibatkan penempatan modal atau dana ke dalam produk tertentu, kegiatan ini dilakukan dalam periode tertentu dengan harapan bahwa modal yang ditanamkan akan berkembang dan memberikan keuntungan. Dalam perspektif Islam, investasi diartikan sebagai segala bentuk penanaman modal yang dilakukan sesuai dengan prinsip-prinsip Islam (Berutu, 2020).

Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan indikator utama yang digunakan untuk menilai kinerja pasar modal syariah di Indonesia. Indeks ini mencakup seluruh saham yang tercatat di BEI dan memenuhi prinsip-prinsip syariah (Abdalloh, 2019). Diluncurkan pada 12 Mei 2011, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) juga meresmikan Daftar Efek Syariah (DES). Sejak saat itu, ISSI menjadi acuan penting bagi investor, regulator, dan peneliti dalam memantau pergerakan harga saham yang sesuai dengan ketentuan Syariah (Bursa Efek Indonesia, n.d.).

ISSI dipilih karena mencerminkan keseluruhan pasar saham syariah di Indonesia yaitu terdapat 619 produk saham syariah berdasarkan data terbaru 2025 yang terdiri dari Berlian Laju Tanker Tbk. Bank Syariah Indonesia Tbk. Bumi Resources Minerals Tbk. dan masih banyak lagi. Berbeda dengan JII, JII-70, IDX Sharia Growth dan IDX-MES BUMN yang hanya mencakup sebagian kecil saham berdasarkan likuiditas atau sektor tertentu (Bursa Efek Indonesia, n.d.). Menurut Adnyana (2020), Harga saham dipengaruhi oleh berbagai faktor, seperti perubahan nilai tukar, indeks pasar regional, tingkat suku bunga, tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, serta harga bahan bakar di pasar global.

ISSI sebagai cerminan dari saham-saham syariah, juga tidak terlepas dari pengaruh variabel-variabel makroekonomi tersebut dalam menentukan pergerakannya. Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory*/APT) menjelaskan bahwa berbagai faktor makroekonomi dapat menimbulkan risiko sistematis yang memengaruhi nilai aset keuangan, termasuk indeks saham (Ross et al., 2002). Di antara faktor-faktor tersebut, inflasi, nilai tukar, dan *BI Rate* dikenal sebagai variabel yang dapat memengaruhi ISSI. Keynes (1936) juga berpendapat bahwa ketika inflasi meningkat, investor cenderung mengalihkan investasinya ke instrumen yang lebih aman, sehingga minat terhadap pasar modal menurun. Penurunan permintaan saham ini pada akhirnya dapat berdampak negatif terhadap indeks saham, termasuk indeks saham syariah. Selanjutnya teori *Purchasing Power Parity* (PPP) dalam Salvatore (2019) menjelaskan perbedaan tingkat inflasi antarnegara akan memengaruhi kurs.

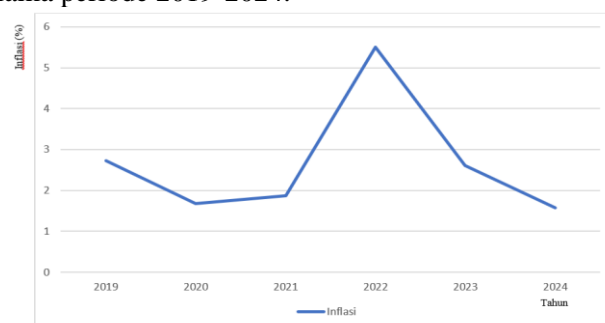
Dengan demikian negara akan mengalami depresiasi mata uang ketika terjadi inflasi yang lebih tinggi, sedangkan negara dengan inflasi yang rendah dan stabil maka mata uang suatu negara akan mempunyai *value* yang lebih kuat. Sementara teori klasik menjelaskan kurs berfungsi sebagai mekanisme yang menyeimbangkan antara tabungan dan investasi, di mana kenaikan suku bunga akan meningkatkan insentif untuk menyimpan (tabungan) dan sebaliknya mengurangi dorongan investasi, karena biaya modal menjadi lebih mahal dan investor cenderung memilih instrumen yang lebih aman (Sukirno, 2019). Studi empiris terbaru menunjukkan bahwa dalam konteks pasar modal syariah, pengaruh *BI Rate* cenderung lebih lemah karena investor syariah tidak menjadikan instrumen berbasis bunga sebagai acuan utama (Sugeng et al., 2024; Saraswati et al., 2024). Sebaliknya, kurs menjadi variabel yang semakin dominan pada periode pascapandemi akibat meningkatnya volatilitas global dan arus modal internasional (Halisania et al., 2024). Berikut grafik pergerakan ISSI periode 2019-2024.



Gambar 1. Grafik nilai rata-rata Indeks Saham Syariah Indonesia (dalam satuan poin) Tahun 2019-2024
Sumber : Data diolah (2025)

Pergerakan ISSI ini sangat dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi dan dinamika ekonomi global yang menimbulkan volatilitas signifikan terhadap kinerja pasar modal syariah (Hidayat et al., 2023). Berdasarkan data periode 2019–2024, terlihat bahwa ISSI mengalami fluktuasi yang cukup dinamis. Pada tahun 2019 menunjukkan kestabilan sebelum pandemi pada tahun 2020 yang menyebabkan ISSI menurun secara signifikan. Kemudian ISSI mengalami pemulihan bertahap hingga mencapai sekitar 214–216 poin pada tahun 2024, mencerminkan adanya proses *recovery* ekonomi dan peningkatan aktivitas pasar modal syariah. Salah satu faktor makroekonomi yang berperan dalam memengaruhi pergerakan ISSI adalah inflasi (Adnyana, 2020). Tandelilin (2017) menjelaskan bahwa inflasi merupakan variabel makroekonomi penting yang harus diperhatikan oleh investor karena memiliki pengaruh langsung terhadap nilai suatu investasi.

Inflasi tidak hanya berdampak pada stabilitas perekonomian nasional tetapi juga pada perilaku ekonomi masyarakat. Ketika terjadi peningkatan inflasi maka dapat menyebabkan daya beli masyarakat menurun, sehingga setelahnya akan menyebabkan penurunan permintaan barang dan jasa. Pada akhirnya, hal ini dapat mengurangi profitabilitas bisnis dan menghambat kinerja sektor riil. Berikut perkembangan inflasi selama periode 2019-2024.

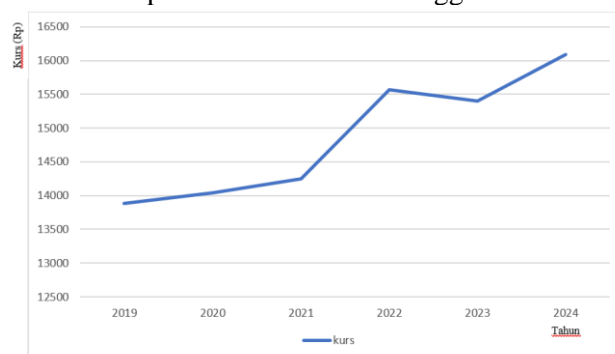


Gambar 2. Grafik nilai rata-rata Inflasi (dalam satuan persen) Tahun 2019-2024

Sumber : Data diolah (2025)

Terlihat pergerakan inflasi pada periode 2021–2022 inflasi melonjak hingga 5,9%. Sementara kenaikan pergerakan ISSI pada tahun yang sama mengalami perlambatan kenaikan dibanding tahun sebelumnya. Sebaliknya, ketika inflasi menurun di tahun 2023 ke 2024 dari kisaran 2,8-1,5%, ISSI menunjukkan tren peningkatan, menandakan adanya pemulihan kepercayaan investor. Kondisi ini sejalan dengan penelitian oleh Aulia dan Latief (2020) dan Tripuspitorini (2021) menemukan inflasi mempengaruhi ISSI kearah negatif. Dalam konteks pasar modal, inflasi yang meningkat menyebabkan penurunan nilai riil investasi sehingga berdampak negatif terhadap indeks saham, termasuk ISSI (Mishkin, 2017).

Variabel makroekonomi yang mempengaruhi ISSI selanjutnya yaitu kurs (Adnyana, 2020). Kurs merupakan nilai tukar yang menunjukkan harga satuan unit mata uang domestik terhadap harga mata uang asing yang digunakan dalam transaksi internasional (Sukirno, 2019). Menurut Sukirno, pergerakan nilai tukar merupakan indikator yang dapat diandalkan untuk menilai kekuatan ekonomi suatu negara dalam konteks perdagangan internasional. Perubahan pada faktor-faktor ekonomi seperti suku bunga, inflasi, dan neraca perdagangan dapat menyebabkan fluktuasi nilai tukar, yang mencerminkan nilai relatif suatu mata uang dibandingkan dengan mata uang lain. Bagian berikut merangkum tren pergerakan nilai Rupiah dari tahun 2019 hingga 2024.

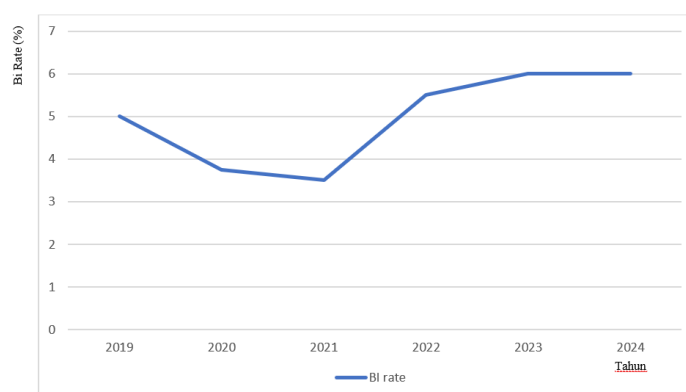


Gambar 3. Grafik nilai rata-rata Kurs (dalam satuan Rupiah) Tahun 2019-2024

Sumber : Data diolah (2025)

Terlihat perkembangan kurs mengalami kenaikan (pelemahan rupiah) yang cukup signifikan dari tahun ketahun, yang diakibatkan tekanan global dan peningkatan ketidakpastian ekonomi serta aliran modal keluar (*capital outflow*). Pada tahun 2021–2022 terlihat kurs Rupiah terhadap USD melemah dari kisaran Rp14.000 sampai Rp15.500, hal ini bisa terjadi karena setelah masa pandemi, aktivitas ekonomi dunia kembali meningkat, sehingga kenaikan harga impor energi dan menekan inflasi. Pada tahun 2023 terlihat nilai kurs Rupiah meningkat sebelum kembali melemah ditahun 2024 hingga mencapai Rp15.000–Rp16.000. Dalam hal ini depresiasi Rupiah dapat menekan profitabilitas emiten berbasis impor dan meningkatkan biaya produksi, sehingga berdampak negatif terhadap pergerakan ISSI. Karena ketika kurs mengalami pelemahan, hal ini akan meningkatkan arus kas perusahaan yang berorientasi ekspor, namun secara bersamaan akan meningkatkan biaya bagi perusahaan yang mengimpor bahan baku, sehingga menyebabkan perubahan pada arus kas yang pada akhirnya memengaruhi harga saham (Vernimmen, 2002). Selain inflasi dan kurs, variabel makroekonomi yang mempengaruhi ISSI selanjutnya yaitu *BI Rate* (Adnyana, 2020).

Bank Indonesia menggunakan *BI Rate*, suku bunga acuannya, sebagai instrumen utama kebijakan moneter untuk menjaga stabilitas harga sekaligus kestabilan perekonomian (Aulia & Latief, 2020). Kenaikan *BI Rate* umumnya berdampak pada penurunan harga saham karena investor cenderung mengalihkan dana mereka ke instrumen keuangan berbunga tetap, seperti deposito dan obligasi, yang dianggap lebih aman (Warjiyo & Juhro, 2019). Studi oleh Esli Silalahi (2024) mengenai sektor perbankan juga menemukan bahwa *BI Rate* signifikan memengaruhi harga saham perbankan di BEI periode 2019–2023. Hal ini mengindikasikan bahwa ketika suku bunga meningkat, investor cenderung menunda atau mengurangi investasi mereka pada instrumen saham karena potensi imbal hasilnya menjadi relatif kurang menarik dibandingkan instrumen berbunga tetap. Berikut grafik perkembangan *BI Rate* periode 2019–2024.



Gambar 4. Grafik nilai rata-rata *BI Rate* (dalam satuan persen) Tahun 2019–2024

Sumber : Data diolah (2025)

BI Rate menunjukkan tren penurunan tajam dari 5,75% pada 2019 menjadi 3,50% pada 2021 sebagai respons terhadap perlambatan ekonomi akibat pandemi. Namun, sejak 2022 hingga 2024, *BI Rate* kembali naik bertahap ke kisaran 6,00% untuk menahan inflasi dan menjaga stabilitas Rupiah. Kenaikan ini cenderung menurunkan minat investor di pasar modal karena dana beralih ke instrumen berisiko rendah seperti deposito, yang berdampak pada penurunan kinerja ISSI (Aulia & Latief, 2020). Salehman (2024) menemukan bahwa *BI Rate* berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel ISSI. Menegaskan bahwa kebijakan moneter memiliki peran kunci terhadap kinerja pasar modal syariah.

Berbagai penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang tidak konsisten mengenai pengaruh inflasi, nilai tukar, dan *BI Rate* terhadap ISSI. Hastuti (2019) metode regresi linier berganda menemukan bahwa *BI Rate* berpengaruh signifikan terhadap ISSI, sedangkan inflasi dan kurs tidak berpengaruh. Sebaliknya, Delima (2024) menggunakan metode ECM (*Error Correction Model*) menunjukkan inflasi memiliki pengaruh signifikan, sementara Maudya (2022) menerapkan VECM (*Vector Error Correction Model*) menemukan bahwa hanya nilai tukar dan *BI Rate* yang berpengaruh dalam jangka panjang. Perbedaan temuan pada penelitian-penelitian terdahulu menunjukkan adanya *research gap* yang perlu dikaji dan diteliti lebih lanjut.

Penelitian ini memilih Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebagai fokus kajian karena mencerminkan kinerja keseluruhan saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini

bertujuan menganalisis pengaruh inflasi, nilai tukar, dan BI Rate terhadap ISSI selama periode 2019–2024. Kebaruan penelitian ini terletak pada penggunaan periode pascapandemi yang belum banyak dikaji serta penerapan model VECM untuk mengidentifikasi dinamika hubungan jangka pendek dan jangka panjang variabel makroekonomi terhadap ISSI. Temuan penelitian diharapkan dapat memperkaya literatur ekonomi dan keuangan syariah serta menjadi dasar pertimbangan bagi otoritas moneter dan investor syariah dalam merumuskan kebijakan dan keputusan investasi yang selaras dengan prinsip syariah.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan *quantitative* untuk menganalisis data numerik secara sistematis dan objektif sekaligus menguji hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya (Sugiyono, 2020). Penelitian ini memanfaatkan data *time series* dari tahun 2019 hingga 2024, yang terdiri dari 288 data yang diperoleh dari sumber resmi, termasuk Badan Pusat Statistik (BPS), Bank Indonesia, dan IDX Syariah.

Analisis dilakukan menggunakan model VECM (*Vector Error Correction Model*). Meskipun data menunjukkan keterkaitan jangka panjang (*cointegrated*), data ini tidak stasioner pada level awal, sehingga model VAR perlu diubah menjadi VECM dengan memproses variabel dalam bentuk *first difference*. Menurut Basuki (2019), VECM dapat dianggap sebagai model VAR yang disesuaikan untuk data yang *cointegrated*.

Prosedur analisis dilakukan secara sistematis melalui beberapa tahap. Pertama, dilakukan *stationarity test* untuk memastikan data bersifat stasioner. Selanjutnya, *lag selection test* digunakan untuk menentukan struktur model yang optimal, diikuti *VAR stability test* untuk memastikan model dapat diandalkan. *Cointegration test* kemudian dilakukan untuk menemukan hubungan jangka panjang antarvariabel. *Granger Causality test* digunakan untuk menentukan arah pengaruh antarvariabel, kemudian dilakukan estimasi model VECM. Akhirnya, dilakukan *Impulse Response Function* (IRF) untuk melihat reaksi variabel terhadap guncangan, serta *Forecast Error Variance Decomposition* (FEVD) untuk menilai kontribusi masing-masing variabel terhadap perubahan model. Seluruh pengolahan data dilakukan menggunakan EViews 10.

HASIL dan PEMBAHASAN

Uji Stasioner

Uji ini digunakan untuk menentukan apakah data memiliki sifat stasioner atau mengandung unit *root*. Pengujian awal data stasioner atau tidak dilakukan pada tingkat *difference* pertama, dan jika data tidak stasioner pada tingkat tersebut, maka pengujian dilanjutkan pada tingkat selanjutnya hingga akhirnya data stasioner. Jika nilai probabilitas hasil uji ADF $< 0,05$, maka data tersebut stasioner; ini menolak H_0 bahwa data mengandung unit *root* (Ajija et al., 2011). Berikut Tabel hasil uji stasioner.

Tabel 1. Hasil Uji Stasioner

Variabel	Level			First Difference		
	t-stat	prob	hasil	t-stat	prob	hasil
ISSI	-1.083	0.718	Tidak stasioner	-7.942	0.000	Stasioner
LogInflasi	-0.908	0.780	Tidak stasioner	-6.956	0.000	Stasioner
Kurs	-2.206	0.213	Stasioner	-9.031	0.000	Stasioner
BI Rate	-1.324	0.613	Tidak stasioner	-3.844	0.004	Stasioner

Sumber: Data diolah (2025)

Dapat dilihat kurs stabil pada tingkat level. Sebaliknya, nilai ISSI, inflasi, dan BI Rate tidak lolos pada level tersebut. Sehingga, untuk memastikan kestasioneran data, pengujian tambahan dilakukan pada tingkat *difference* pertama, yang berarti bahwa data memenuhi syarat stasioneritas dan dapat dilanjutkan ke tahap berikutnya.

Uji Lag Optimal

Uji panjang ini dilakukan untuk menghindari terjadinya masalah autokorelasi dalam model VAR. Penentuan lag pada penelitian ini mengacu pada kriteria nilai terkecil yang ditunjukkan dengan melihat nilai *Akaike Information Criterion* (AIC) terendah.

Tabel 2. Hasil Uji Lag Optimal

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-565.0289	NA	472.0489	17.50858	17.64239*	17.56138
1	-534.6196	56.14030*	303.3621*	17.06522*	17.73426	17.32920*
2	-522.6460	20.63142	345.4195	17.18911	18.39338	17.66427
3	-516.7049	9.505774	477.6906	17.49861	19.23812	18.18496
4	-499.4971	25.41447	473.2897	17.46145	19.73619	18.35898
5	-492.1693	9.920832	647.2884	17.72828	20.53826	18.83700
6	-479.4205	15.69084	767.8629	17.82832	21.17353	19.14822

Sumber: Data diolah, Eviews 10 (2025)

Hasil pengujian uji output di atas, diketahui bahwa nilai AIC paling kecil ditandai dengan simbol asterisk (*) menandakan bahwa lag optimal berada pada barisan nomor 1, digunakan pada pengujian Kausalitas Granger.

Uji Stabilitas VAR

Uji ini dikatakan stabil apabila seluruh *root* memiliki nilai modulus < 1 . Secara geometris, kondisi ini menunjukkan bahwa seluruh akar berada di dalam unit *circle* yang sama. Namun nilai keseluruhan tidak boleh lebih dari 1 yang menandakan kestabilan sistem dan validitas model untuk analisis lebih lanjut (Sella et al., 2021).

Tabel 3. Hasil Uji Stabilitas VAR

Root	Modulus
0.755015	0.755015
-0.043106 - 0.620259i	0.621755
-0.043106 + 0.620259i	0.621755
0.503088	0.503088
-0.432129	0.432129
0.312327	0.312327
-0.178416 - 0.254072i	0.310459
-0.178416 + 0.254072i	0.310459

Sumber: Data diolah, Eviews 10 (2025)

Hasil uji output di atas, disimpulkan bahwa data model VECM yang digunakan sudah stabil, hal tersebut sesuai dengan syarat yaitu data stabil apabila nilai modulus kurang dari 1 (satu).

Uji Kausalitas Granger

Tujuan utama dari analisis ini adalah untuk menentukan arah kausalitas antarvariabel tersebut (Ajija et al., 2011). Dalam penelitian ini, digunakan untuk melihat arah hubungan kausalitas antara variabel. Hasilnya adalah bahwa variabel-variabel yang diuji memiliki hubungan kausalitas Granger jika nilai probabilitasnya $< 0,05$.

Tabel 4. Hasil Uji Kausalitas Granger

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
X_LOGINFLASI does not Granger Cause Y_ISS1	71	0.05537	0.8147
Y_ISS1 does not Granger Cause X_LOGINFLASI		0.94008	0.3357
X_KURS does not Granger Cause Y_ISS1	71	5.33442	0.0240
Y_ISS1 does not Granger Cause X_KURS		5.14796	0.0265
X_BIRATE does not Granger Cause Y_ISS1	71	0.38743	0.5357
Y_ISS1 does not Granger Cause X_BIRATE		20.9510	2.E-05

Sumber: Data diolah, Eviews 10 (2025)

Hasil uji output di atas, dijelaskan bahwa pada taraf signifikan (0.05). Pada variabel inflasi terhadap ISSI atau sebaliknya tidak ada hubungan kausalitas Granger, lalu pada variabel kurs terhadap ISSI atau sebaliknya menunjukkan bahwa terdapat keterkaitan hubungan Kausalitas Granger atau hubungan timbal balik dua arah, sementara BI Rate memiliki hubungan satu arah.

Uji Kointegrasi

Uji ini dilakukan untuk melihat adanya korelasi antar variabel non-stasioner. Pengujian ini menghasilkan persamaan kointegrasi, yang mencerminkan keseimbangan jangka panjang (Firdausi et al., 2016). Uji dilakukan dengan ketentuan seluruh variabel diderajat integrasi yang sama. Jika terdapat kointegrasi maka data tersebut lolos uji model VECM.

Tabel 5. Hasil Uji Kointegrasi

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.547052	106.4469	47.85613	0.0000
At most 1 *	0.327537	51.80039	29.79707	0.0000
At most 2 *	0.211141	24.42063	15.49471	0.0018
At most 3 *	0.110196	8.056056	3.841466	0.0045

Sumber: Data diolah, Eviews 10 (2025)

Hasil uji diatas menunjukkan bahwa seluruh nilai *Trace Statistic* > *Critical Value* (0,05), disimpulkan bahwa antar variabel terdapat kointegrasi yang mencerminkan keseimbangan jangka panjang yang stabil. Adanya simbol asterisk (*) hingga pada tingkat At most 1 menunjukkan bahwa model memenuhi syarat untuk dilanjutkan ke tahap estimasi selanjutnya.

Uji Vector Error Correction Model (VECM)

Uji ini dilakukan untuk mengestimasi data pada tingkat level yang tidak stasioner tetapi menunjukkan hubungan kointegrasi antar variabel (Basuki & Prawoto, 2019). Model ini berasal dari *Vector Autoregression* (VAR), yang menggunakan elemen koreksi kesalahan untuk melihat hubungan jangka panjang antara variabel yang terkointegrasi (Maudya, 2022).VECM memungkinkan analisis dinamika jangka pendek dan memastikan keseimbangan dalam jangka panjang. Tahap berikutnya, setelah uji Kausalitas Granger dan kointegrasi, adalah penerapan VECM untuk menganalisis hubungan jangka pendek dan jangka panjang.

Tabel 6. Hasil Uji VECM

Jangka Pendek				
Variabel	Koefisien	t-statistik	t-tabel	Keterangan (signifikan=0.05%)
CointEq1	0.188512	2.15193	1.995469	-
LogInflasi	13.24306	0.81971	1.995469	Tidak berpengaruh
Kurs	-0.006785	-0.00508	1.995469	Tidak berpengaruh
BI Rate	-7.415278	-0.89843	1.995469	Tidak berpengaruh
Jangka Panjang				
Variabel	Koefisien	t-statistik	t-tabel	Keterangan (signifikan=0.05%)
LogInflasi	-67.51568	-1.9278	1.995469	Tidak berpengaruh
Kurs	0.054001	10.3907	1.995469	Berpengaruh positif signifikan
BI Rate	-16.01696	-1.65795	1.995469	Tidak berpengaruh

Sumber: Data diolah, Eviews 10 (2025)

Dalam penelitian ini, nilai *t-table* yang digunakan untuk menguji pengaruh jangka pendek dan jangka panjang dari variabel-variabel tersebut adalah 1,995469, dengan tingkat signifikansi 0,05. Berdasarkan hasil estimasi, tidak ada satu pun variabel independen dalam analisis jangka pendek yang memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

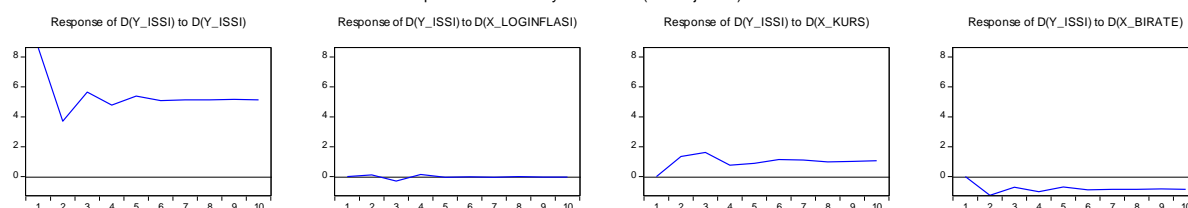
Pada analisis jangka panjang, variabel inflasi dan BI *Rate* tidak berpengaruh terhadap ISSI, sedangkan variabel kurs berpengaruh signifikan positif terhadap ISSI dengan koefisien 0,054001, yang mengindikasikan bahwa kenaikan kurs sebesar 1% akan meningkatkan ISSI sebesar 0,054001.

Impulse Response Function

Uji ini dilakukan untuk mengestimasi besaran, arah, dan durasi (lag) dari tanggapan (respons) guncangan terhadap variabel-variabel dependen, sekaligus menginterpretasikan kecepatan penyesuaian dari transmisi yang terjadi (Maudya, 2022). Pada grafik IRF menunjukkan bahwa pergerakan variabel akibat guncangan berangsur-angsur kembali ke titik keseimbangan atau menuju keseimbangan sebelumnya. Hal ini mengindikasikan bahwa respons variabel tersebut terhadap guncangan akan menghilang seiring waktu, sehingga guncangan yang terjadi tidak meninggalkan efek permanen pada variabel.

Tabel 7. Hasil Uji Impulse Response Function

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations



Sumber: Data diolah, Eviews 10 (2025)

Hasil analisis *Impulse Response Function* (IRF) menunjukkan bahwa guncangan ISSI terutama bersumber dari faktor internal pada periode awal, namun respon tersebut bersifat sementara dan kembali stabil dalam beberapa periode berikutnya. Respon ISSI terhadap inflasi relatif kecil dan cepat mereda, sehingga inflasi tidak berperan sebagai pendorong utama pergerakan ISSI dalam jangka pendek. Sebaliknya, guncangan nilai tukar memberikan respon yang lebih kuat dibandingkan inflasi, meskipun dampaknya hanya berlangsung dalam jangka pendek, yang mencerminkan kemampuan pasar modal syariah untuk beradaptasi terhadap fluktuasi kurs. Sementara itu, guncangan BI *Rate* menunjukkan efek yang lebih lama sebelum mencapai kestabilan, mengindikasikan bahwa kebijakan moneter memerlukan waktu lebih lama untuk ditransmisikan dan diserap oleh pasar modal syariah. Temuan ini menegaskan bahwa pergerakan ISSI dalam jangka pendek lebih sensitif terhadap faktor eksternal tertentu, khususnya kurs dan kebijakan moneter, dibandingkan inflasi.

Forecast Error Decomposition of Variance

Analisis ini bertujuan mengukur besarnya kontribusi antara variabel independen terhadap variabel dependen (Basuki & Prawoto, 2019). Hasilnya memberikan estimasi seberapa besar guncangan dari satu variabel memengaruhi guncangan variabel lainnya, baik dalam periode saat ini maupun periode dimasa yang akan datang (Maudya, 2022).

Tabel 8. Hasil Uji FEDV

Period	S.E.	D(X_LOGINFLASI)		D(X_KURS)		D(X_BIRATE)
		D(Y_ISSI)	FLASI)	D(X_KURS)	E)	
1	8.596846	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	9.545838	96.28812	0.013207	2.019635	1.679042	1.679042
3	11.23792	94.78578	0.075886	3.523016	1.615318	1.615318
4	12.28455	94.55508	0.076887	3.337619	2.030414	2.030414
5	13.46400	94.76857	0.065194	3.216684	1.949556	1.949556
6	14.46348	94.46693	0.056592	3.420128	2.056354	2.056354
7	15.41187	94.30440	0.050840	3.529236	2.115526	2.115526
8	16.29981	94.26975	0.045452	3.526956	2.157842	2.157842
9	17.14968	94.23464	0.041217	3.544438	2.179703	2.179703
10	17.95628	94.16744	0.037763	3.587064	2.207730	2.207730

Sumber: Data diolah, Eviews 10 (2025)

Hasil analisis Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) menunjukkan bahwa pada tahap awal pergerakan ISSI masih didominasi oleh guncangan internal indeks itu sendiri, yang mencerminkan kuatnya peran faktor endogen dalam jangka sangat pendek. Seiring berjalannya waktu, pengaruh

variabel makroekonomi eksternal mulai muncul dan membentuk dinamika ISSI. Di antara variabel tersebut, nilai tukar menjadi faktor eksternal yang paling dominan dalam menjelaskan variasi ISSI, menandakan bahwa gejolak pasar valuta asing memiliki peran penting terhadap kinerja pasar modal syariah. Hal ini berkaitan dengan sensitivitas ISSI terhadap arus modal internasional, aktivitas impor–ekspor, dan risiko global. Sementara itu, BI Rate memiliki pengaruh yang lebih terbatas dan bersifat moderat, yang menunjukkan bahwa transmisi kebijakan suku bunga ke pasar modal syariah tidak sepenuhnya efektif. Adapun inflasi menunjukkan kontribusi yang sangat kecil, sehingga tidak menjadi faktor penentu dalam pergerakan ISSI. Temuan ini mengimplikasikan bahwa stabilitas nilai tukar merupakan aspek yang paling krusial dalam menjaga kinerja ISSI, baik bagi investor syariah dalam mengelola risiko portofolio maupun bagi regulator dalam merumuskan kebijakan makroekonomi yang mendukung pengembangan pasar modal syariah.

Pengaruh Inflasi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa inflasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Namun, penelitian Saraswati (2024) menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh positif secara signifikan terhadap ISSI, yang bertentangan dengan teori konvensional yang menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh kuat terhadap pasar modal. Oleh karena itu, indeks saham syariah dapat mengalami penurunan meskipun inflasi meningkat.

Besarnya Inflasi tidak dapat memberikan pengaruh yang cukup kuat untuk secara statistik memprediksi perubahan pergerakan ISSI. Fenomena ini bisa terjadi karena ISSI didominasi oleh saham-saham sektor komoditas dan ekspor yang mungkin memiliki profit margin alami terhadap inflasi melalui pendapatan valuta asing. Ketika kondisi inflasi mengalami kenaikan, investor seringkali mencari aset riil seperti saham, terutama dari sektor-sektor yang memiliki aset tetap. Mereka mengalihkan dana dari aset berbasis uang ke saham syariah yang dianggap lebih tahan terhadap pelemahan nilai mata uang akibat inflasi. Oleh karena itu, Investor dapat mengurangi fokus pada data inflasi saat mengambil keputusan investasi ISSI jangka panjang. Lokasi waktu dan sumber daya analisis dapat dialihkan untuk memantau data fundamental yang lebih relevan, seperti laporan keuangan, margin keuntungan, dan permintaan ekspor sementara regulator ekonomi dapat lebih memfokuskan kebijakan pada penguatan fundamental emiten dan pengembangan pasar modal syariah.

Pengaruh Kurs Terhadap Indeks saham Syariah Indonesia

Penelitian ini menunjukkan bahwa meskipun nilai tukar tidak berpengaruh terhadap ISSI dalam jangka pendek pada periode 2019–2024, nilai tukar memberikan pengaruh positif dalam jangka panjang. Temuan penelitian sebelumnya oleh (Halisania et al., 2024; Khotimah et al., 2025; Maudya, 2022), menunjukkan hasil yang sama bahwa kurs berpengaruh positif terhadap ISSI. Dengan kata lain, ketika nilai tukar Rupiah naik atau turun, hal itu akan berdampak pada pergerakan ISSI.

Sebagai faktor risiko sekaligus peluang utama, kurs berperan sebagai penentu acuan utama bagi investor dalam berinvestasi di saham syariah. Ketika kurs mengalami penurunan nilai investor cenderung menginterpretasikannya sebagai sinyal ketidakstabilan ekonomi domestik, yang dapat memicu *capital outflow* dan menekan harga saham secara keseluruhan. Akibatnya mereka melakukan penarikan uang atau *take profit* saat terjadi pelemahan kurs secara singkat dengan tujuan memperoleh keuntungan jangka pendek dari fluktuasi harga. Dalam jangka panjang, investor harus melakukan analisis langkah apa yang harus mereka lakukan ketika terjadi *bearish* apakah dijual atau *hold* dengan ekspektasi saham tersebut akan mengalami *bullish* setelah melakukan analisis fundamental. Oleh karena itu, investor syariah perlu menjadikan kurs sebagai acuan utama pengelolaan risiko portofolio, sedangkan regulator ekonomi perlu menjaga stabilitas nilai tukar serta memperkuat regulasi manajemen risiko emiten syariah yang memiliki eksposur valuta asing.

Pengaruh BI Rate Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa BI Rate tidak berpengaruh terhadap ISSI pada periode 2019–2024. Hal ini menantang anggapan bahwa BI Rate merupakan faktor utama dalam menjelaskan fluktuasi harga saham. Temuan serupa juga ditemukan oleh (Maulana & Maris, 2022; Salehaman et al., 2024; Sugeng et al., 2024; Triuspitorini, 2021) yang semuanya menyimpulkan bahwa BI Rate tidak memengaruhi ISSI. Hal ini terjadi karena investor syariah sangat sensitif terhadap risiko riba dan

cenderung kurang terpengaruh oleh suku bunga acuan dibandingkan investor di pasar konvensional (Saraswati et al., 2024).

BI Rate tidak menjadi faktor utama yang memengaruhi pergerakan ISSI, karena investor syariah cenderung tidak menjadikan suku bunga sebagai acuan investasi akibat sensitivitas terhadap risiko riba. Kenaikan BI Rate tidak mendorong perpindahan dana dari saham syariah ke instrumen berbasis bunga, sehingga transmisi kebijakan moneter melalui suku bunga terhadap pasar modal syariah relatif lemah. Investor syariah lebih memprioritaskan faktor fundamental mikro emiten, seperti rasio utang berbasis bunga yang rendah dan kesesuaian sektor usaha dengan prinsip syariah. Oleh karena itu, dalam pengambilan keputusan investasi jangka panjang, fokus terhadap BI Rate dapat dikurangi dan dialihkan pada analisis fundamental dan prospek sektor saham syariah, sementara regulator ekonomi perlu mengembangkan instrumen dan kebijakan moneter yang lebih selaras dengan karakteristik pasar modal syariah..

SIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ISSI dipengaruhi secara signifikan oleh nilai tukar, dengan pengaruh yang berubah seiring waktu. Dalam jangka pendek, kurs tidak memiliki pengaruh terhadap ISSI. Sebaliknya, dalam jangka panjang, kurs memberikan pengaruh positif, menunjukkan bahwa menguatnya nilai kurs akan meningkatkan pergerakan dan keuntungan ISSI. Namun, baik inflasi maupun BI Rate tidak ditemukan memiliki pengaruh signifikan terhadap ISSI baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hasil ini mengindikasikan bahwa fluktuasi Inflasi domestik bukan merupakan faktor utama yang memengaruhi pergerakan ISSI, dan yang lebih penting. Transmisi kebijakan moneter berbasis suku bunga terhadap pasar modal syariah relatif lemah karena investor syariah cenderung tidak sensitif terhadap perubahan tingkat BI Rate. Oleh karena itu, investor perlu lebih memperhatikan perkembangan kurs dalam mengambil keputusan.

DAFTAR PUSTAKA

- Adnyana, I. M. (2020). *Manajemen Investasi dan Portofolio* (Melati (ed.)). Lembaga Penerbitan Universitas Nasional.
- Ajija, S. R., Sari, D. W., Setianto, R. H., & Primanthi, M. (2011). *Cara Cerdas Menguasai EvIEWS*. Salemba Empat.
- Aulia, R., & Latief, A. (2020). Pengaruh Inflasi dan BI Rate terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Borneo Student Research*, 1(3), 2140–2150.
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2019). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi dan Bisnis* (3rd ed.). Raja Grafindo Persada.
- Berutu, A. G. (2020). Pasar Modal Syariah Indonesia Konsep dan Produknya. In *Paper Knowledge . Toward a Media History of Documents* (Issue December). Lembaga Penelitian dan Pengabdian kepada Masyarakat (LP2M) IAIN Salatiga.
- Bursa Efek Indonesia. (n.d.). Indeks Saham Syariah. IDX Syariah. Diakses 18 November 2025, dari <https://www.idx.co.id/id/idx-syariah/indeks-saham-syariah/>
- Delima, S. R., & Vista, Y. L. (2024). Pengaruh Inflasi, Kurs, dan BI 7-Day Rate terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2015-2020. *MALIA: Journal of Islamic Banking and Finance*, 8(2). <https://doi.org/10.21043/malia.v5i1.9787>
- Fianto, Bayu Arie, & L. H. (2023). *Pasar Modal Syariah-Teori Dan Praktik*. Airlangga University Press.
- Firdausi, A. N., Fahmi, I., & Saptono, I. T. (2016). Pengaruh Indeks Harga Saham Regional ASEAN dan Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Harga Saham Syariah Indonesia (ISSI) The Impact of ASEAN Stock Market and Macroeconomic Variables towards Indonesia Sharia Stock Index (ISSI). *Al-Muzara'ah*, 4(2), 76–96. <https://doi.org/https://doi.org/10.29244/jam.4.2.76-96>
- Halisania, P. N., Jafar, M. I., Wahyuningsih, D., & Azizah, N. (2024). Pengaruh Tingkat Inflasi, Kurs, PDB, Jumlah uang Beredar, dan BI rate Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *Advances in Social Humanities Research*, 2(1), 1–14. <https://doi.org/https://doi.org/10.46799/adv.v2i1.163>
- Hana, K. F. (2018). Dialektika Hukum Trading Saham Syariah di Bursa Efek Indonesia. *TAWAZUN : Journal of Sharia Economic Law*, 1(2), 148. <https://doi.org/10.21043/tawazun.v1i2.5073>
- Hastuti, R. T. R. I. (2019). *Pengaruh inflasi, kurs dan bi rate terhadap indeks saham syariah periode*

- 2013-2018. Universitas Islam Riau.
- Hidayat, A., Mubyarto, N., Ritonga, A. H., & Sunarti, Z. (2023). Indeks Saham Syariah Indonesia: Pengaruh Faktor Makro Ekonomi Di Masa Pandemi Dan Pasca Pandemi. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 9(3), 3829. <https://doi.org/10.29040/jiei.v9i3.10826>
- Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment , Interest , and Money. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209–223.
- Khotimah, H., Adilia, A., Putri, A., Esty, S., Syariah, E., Islam, B., Agama, I., Negeri, I., & Timur, L. (2025). Pengaruh Tingkat Inflasi dan Nilai Tukar (Kurs) Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Tahun 2021-2024. *Jurnal Ilmiah Multidisiplin*, 1(3), 306–317. <https://doi.org/https://doi.org/10.63822/jsss4746>
- Maudya, K. (2022). *Analisis Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Suku Bunga Bi Rate, Dan Surat Berharga Syariah Negara Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)*. Universitas Islam Indonesia.
- Maulana, A., & Maris, Y. (2022). Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar, Dan Bi Rate Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Jurnal Ekonomi Bisnis Dan Sosial Sains*, 1(1), 35–48. <https://doi.org/10.38156/worldview.v1i1.115>
- Mishkin, F. S. (2017). *Ekonomi uang, perbankan dan pasar keuangan* (11th ed.). Salemba Empat.
- Ross, Westerfield, & Jaffe. (2002). *Corporate Finance* (6th ed.). McGraw–Hill.
- Salehaman, Mongkito, A. wahit, Fatwah, N., & Rohansyah, I. (2024). Pengaruh Inflasi, Tingkat Suku Bunga Dan Kurs Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (Issi) Di Bursa Efek Indonesia Pada Pemulihan Ekonomi Nasional. *Jurnal Ilmiah Edunomika*, 08(04), 1–12.
- Salvatore, D. (2019). *International economics* (13th ed.). John Wiley and Sons.
- Saraswati, T., Nurhayadi, Y., & Fitriyanto, A. (2024). Pengaruh Suku Bunga, Inflasi, Dan Jumlah Uang Beredar Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2015-2023. *JESM: Jurnal Ekonomi Syariah Mulawarman*, 1(1), 115–121.
- Sari, P. O. & A. R. T. (2020). *Buku Ajar Pasar Modal: Teori dan Implikasi* (1st ed.). UNIPMA Press (Anggota IKAPI).
- Sella, N. P., Zuliansyah, A., & Nurmalia, G. (2021). Integrasi Indeks Harga Saham Syariah Indonesia Pada Pasar Modal Syariah di India, Japan, Malaysia, China Menggunakan Metode Vector Error Correction Model (Vecm). *Al - Mashrof: Islamic Banking and Finance*, 2(1), 36–55. <https://doi.org/https://doi.org/10.24042/al-mashrof.v2i1.8798>
- Sugeng, R., Sebriani, R., Abbas, M., & Hadrianti, V. (2024). Analisis Pengaruh Bi Rate Dan Inflasi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2017-2020. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 10(01), 166–176. <https://doi.org/https://doi.org/10.29040/jiei.v10i1.12087>
- Sugiyono. (2020). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D* (Sutopo (ed.)). Alfabeta.
- Sukirno, S. (2019). *Makro Ekonomi Teori Pengantar* (3rd ed.). Rajawali.
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar Modal: Manajemen Portofolio dan Investasi* (ganjar Sudibyo (ed.)). PT Kanisius.
- Triuspitorini, F. A. (2021). Analisis Pengaruh Inflasi , Nilai Tukar Rupiah , dan BI-Rate terhadap Harga Indeks Saham Syariah Indonesia. *Jurnal Maps (Manajemen Perbankan Syariah)*, 4(2), 112–121. <https://doi.org/https://doi.org/10.32627/maps.v4i2.172>
- Vernimmen, P. (2002). *Corporate Finance Theory and Practice*. John Wiley and Sons.