

DAMPAK VARIABEL MAKROEKONOMI PADA VOLATILITAS PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA: PENDEKATAN MODEL *ERROR CORRECTION*

**Setyo Tri Wahyudi¹
Rihana Sofie Nabella²**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya, Jawa Timur, Indonesia^{1,2}
Email: wsetyotri@gmail.com¹, sofierihana@gmail.com²

Abstract: *The Impact of Macroeconomic Variables on The Volatility of Indonesian Sharia Capital Market: Error Correction Model Approach.* Indonesia's sharia capital market continues to develop and become an alternative investment. Compared to conventional capital markets, sharia capital markets are believed to be stronger against crises, changes in economic fundamentals and financial market shocks. This study aims to analyze the effect of macroeconomic variables on Indonesia Sharia Stock Index. This research uses Error Correction Model (ECM) method. The results of this study are the rising exchange rate and world crude oil price will decrease Sharia Index of Indonesia Shares (ISSI), in the long run and short term increase of BI Rate will increase Sharia Index of Indonesia (ISSI) and inflation rate does not affect Indonesia Sharia Index (ISSI).

Keywords: *Indonesian Sharia Capital Market; Macroeconomics variables.*

Abstrak: *Dampak Variabel Makroekonomi pada Volatilitas Pasar Modal Syariah Indonesia: Pendekatan Model Error Correction.* Pasarmodal syariah Indonesia terus mengalami perkembangan dan menjadi alternatif investasi. Dibandingkan dengan pasar modal konvensional, pasar modal syariah diyakini lebih kuat terhadap krisis, perubahan fundamental ekonomi dan guncangan pasar keuangan. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode *Error Correction Model* (ECM). Hasil penelitian ini adalah naiknya kurs dan harga minyak mentah dunia akan menurunkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), dalam jangka panjang dan jangka pendek kenaikan BI Rate akan menaikkan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) dan naiknya tingkat inflasi tidak mempengaruhi Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Kata kunci : *Indeks Harga Saham Syariah (ISSI); variabel makroekonomi.*

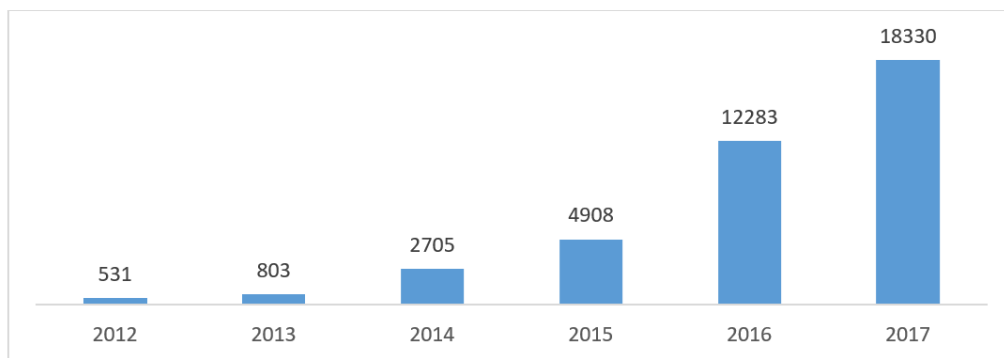
PENDAHULUAN

Dalam perekonomian, pasar modal menjadi bagian penting dalam mendukung ekonomi suatu negara, termasuk di Indonesia. Peran penting pasar modal sebagai lembaga perantara yang mempertemukan kepentingan pemberi modal dan pencari modal. Alokasi dana Terjadinya kesepakatan antara kedua pihak tersebut, menghasilkan terciptanya efisiensi alokasi dana yang memungkinkan diperolehnya alternatif investasi dengan *return* optimal (Tandelilin, 2001).

Munculnya pasar modal syariah sebagai bagian dari sistem pasar modal juga berkontribusi dalam memberikan alternatif investasi dan saluran pembiayaan serta mobilisasi sumber daya ekonomi. Pasar modal syariah di Indonesia mengalami perkembangan yang ditunjukkan oleh naiknya jumlah investor saham syariah pada Gambar 1.

Terlihat pada Gambar 1, jumlah investor syariah setelah adanya unit pengembangan syariah (Februari 2014) terus mengalami peningkatan hingga pada tahun 2017 mencapai 18.330. Hal tersebut didukung oleh meningkatnya pangsa pasar investor syariah terhadap total investor secara signifikan. Berdasarkan data Otoritas Jasa Keuangan, pada tahun 2017 pangsa pasar investor syariah mencapai 3,1% dari investor total, dimana pada tahun 2014 hanya sebesar 0,7% dari investor total.

Dibandingkan dengan pasar modal konvensional, pasar modal syariah diyakini lebih kuat terhadap krisis, perubahan fundamental ekonomi dan guncangan pasar keuangan. Guncangan tersebut diakibatkan oleh ekspektasi terhadap masa depan dari faktor makro dan mikro di suatu negara baik secara rasional atau adaptif pada fundamental ekonomi yang dapat



Sumber : OJK, Data Diolah 2018

Gambar 1. Jumlah Investor Saham Syariah

diprediksi atau tidak dapat diprediksi. Berbagai faktor penentu perkembangan indeks Syariah, seperti ditunjukkan oleh Syahrir (1995) dibagi dalam faktor moneter dan faktor internal. Disisi moneter meliputi SBI Syariah, inflasi, jumlah uang beredar (JUB), serta nilai tukar, sementara faktor internal meliputi kondisi ekonomi, politik, keamanan, serta kebijakan pemerintah.

Berbagai studi mengenai hubungan antara inflasi dan harga saham memberikan hasil berbeda, hubungan positif (Thaker *et al.*, 2009) ataupun negatif (Pasaribu & Firdaus, 2013). Meningkatnya tingkat inflasi mengakibatkan kebijakan ekonomi yang ketat, sehingga membuat tingkat bebas risiko nominal (*free risk nominal rate*) akan meningkat dan pada saat yang sama, tingkat diskonto akan meningkat dan menciptakan hasil yang sama dengan harga saham syariah. Salah satu penyebab inflasi karena adanya penurunan daya beli uang (Tandelilin, 2010). Selain itu, jika terjadi kenaikan inflasi tinggi dan bersifat tidak menentu (*uncertainty*) akan berdampak pada meningkatnya resiko investasi serta melemahnya mata uang domestik (Ardana, 2016).

Berbeda dengan hubungan inflasi dengan pasar saham, hubungan antara suku

bunga dan harga saham memberikan arah seragam yakni memiliki hubungan negatif. Kenaikan suku bunga akan meningkatkan tingkat nominal bebas risiko dan pada saat yang sama akan meningkatkan tingkat diskonto. Hamrita & Trifi (2011) menyatakan bahwa kenaikan suku bunga mengurangi nilai sekarang dari pendapat deviden masa depan yang akan menekan harga saham. Pengaruh tingkat suku bunga terhadap pasar saham syariah dapat dijelaskan dalam keputusan membelanjakan lebih banyak uang atau menyimpan uang dalam bentuk portofolio tabungan atau portofolio lain seperti pasar saham syariah (Malini & Jais, 2014). Selain itu, penentuan suku bunga tabungan dan deposito mengacu pada *BI rate* yang mengcover pergerakan inflasi dan nilai tukar (Widoatmodjo, 2005).

Pengklasifikasian perusahaan multinasional dalam pasar saham syariah di Indonesia turut berkontribusi pada penentuan keterkaitan harga saham dan nilai tukar. Kondisi depresiasi maupun apresiasi nilai tukar sebagai cerminan kondisi berubahnya perilaku masyarakat dalam memegang uang. Semakin menguat nilai tukar Rupiah maka kinerja di pasar uang juga semakin baik serta akan menentukan iklim investasi

dalam pasar modal Indonesia. Tentunya, hal tersebut akan menjadi referensi bagi investor dalam memutuskan berinvestasi di bursa saham Indonesia, khususnya terkait resiko (Robert, 1997). Kondisi serupa juga ditunjukkan dalam kasus bursa saham di Malaysia (Vejzagic & Zarafat, 2013).

Terakhir, harga minyak dunia yang diukur dari harga spot pasar minyak dunia, memiliki hubungan dengan pasar saham. Harga minyak dan harga saham memiliki hubungan yang berbeda. Hubungan positif dihasilkan jika guncangan yang terjadi pada harga minyak dicerminkan dalam permintaan agregat, sebaliknya, akan memiliki berhubungan negatif jika harga minyak mencerminkan perubahan penawaran (Malini & Jais, 2014). Selain itu, harga saham merespon secara asimetris terkait perubahan harga minyak. Maksudnya, tingginya harga minyak dapat dikaitkan dengan harga saham yang rendah, sebaliknya rendahnya harga minyak tidak dapat dikaitkan dengan harga saham yang tinggi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan memanfaatkan data-data

sekunder bulanan untuk periode tahun 2013 hingga 2017. Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebagai variabel terikat, sedangkan variabel bebasnya meliputi inflasi, nilai tukar (kurs), BI-Rate dan harga minyak dunia. Sumber data inflasi, nilai tukar, dan BI-Rate dari Bank Indonesia. Sedangkan data harga minyak dunia diperoleh dari situs www.indexmundi.com, data Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSK) diperoleh dari OJK. Data bulanan memiliki kecenderungan berfluktuasi serta menghasilkan ketikeseimbangan, oleh karena itu dipilih *Error Correction Model* (ECM) sebagai metode analisis. Selain itu, alasan digunakan metode ECM adalah bahwa metode ini dapat melihat pengaruh jangka pendek dan jangka panjang dari variabel bebasnya.

Persamaan estimasi jangka panjang dalam penelitian ini adalah:

$$LN_ISSI_t = \alpha + \beta_1 INF_t + \beta_2 LN_KURS_t + \beta_3 BIRATE_t + \beta_4 LN_HMMD_t + e_t$$

Selanjutnya, persamaan tersebut diestimasi menggunakan metode *Error Correction Model* (ECM). Secara umum model ECM jangka pendek sebagai berikut:

$$DLN_ISSK_t = \alpha + \beta_1 DINF_t + \beta_2 DLN_KURS_t + \beta_3 DBIRATE_t + \beta_4 DLN_HMMD_t + \gamma ECT + e_t$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berikut ini adalah hasil dari tahap pengujian yang dilakukan yaitu terdiri dari uji stasioneritas data dan uji derajat integrasi, uji kointegrasi Eagle-Granger, estimasi ECM Engle Granger dan pengujian asumsi klasik. Uji Stasioneritas Data dan Uji Derajat Integrasi. Pada tahap awal, dilakukan pengujian stasioneritas data menggunakan uji ADF (*Augmented Dickey Fuller*). Kriteria yang digunakan didasarkan pada nilai prob Schwarz Info Criterion (SIC). Suatu data dikatakan stasioner jika memiliki nilai prob kurang dari α (0,05) sebaliknya dikatakan tidak stasioner.

Tabel 1. Hasil Pengujian Stasioner pada Derajat Level

Variabel	Prob	Keterangan
ln_ISSI	0.8199	Tidak Stasioner
Inflasi	0.3219	Tidak stasioner
ln_Kurs	0.1908	Tidak stasioner
BI_Rate	0.9754	Tidak stasioner
ln_HMMD	0.1310	Tidak stasioner

Sumber: Lampiran Olah Data, 2020

Berdasarkan Tabel 1 menunjukkan bahwa uji stasioner pada tingkat level menghasilkan adanya ketidakstasioneran pada seluruh variabel. Oleh karena itu perlu dilakukan transformasi data (*differencing*) dengan menurunkan data menjadi *first difference* (I(1)). Pelunya data diturunkan ke *first difference* untuk mendapatkan data yang stasioner. Selain itu,

untuk menghindari terjadinya regresi lancung (*spurious regression*).

Tabel 2. Hasil Pengujian Stasioner pada First Difference

Variabel	Nilai Prob	Keterangan
ln_ISSI	0.0000	Stasioner
Inflasi	0.0000	Stasioner
ln_Kurs	0.0000	Stasioner
BI_Rate	0.0000	Stasioner
ln_HMMD	0.0000	Stasioner

Sumber: Lampiran Olah Data, 2020

Berdasarkan Tabel 2 dapat dilihat bahwa setelah dilakukan penurunan pada *first difference* diperoleh kesimpulan bahwa semua variabel telah stasioner pada derajat tersebut

Uji Kointegrasi. Setelah semua variabel telah stasioner pada derajat yang sama, kemudian dilanjutkan dengan pengujian kointegrasi. Tujuan uji kointegrasi untuk mengetahui apakah terjadi hubungan jangka panjang yang stabil antara variabel-variabel yang terintegrasi pada derajat yang sama. Adanya hubungan jangka Panjang ditunjukkan oleh variabel yang terkointegrasi.

Berdasarkan Tabel 3, diketahui bahwa semua variabel dalam penelitian memiliki pengaruh signifikan pada indeks harga saham Syariah Indonesia, namun dengan besaran dan tingkat signifikansi yang berbeda. Khusus variabel inflasi, jika digunakan tingkat kepercayaan (α)

Tabel 3.
Hasil Estimasi dalam Jangka Panjang

Variabel Terikat: ISSK				
Variabel Bebas	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
Inflasi	-0.012565	0.006711	-1.872235	0.0665
ln_Kurs	0.789750	0.2233613	3.531765	0.0008
BI Rate	-0.052428	0.009220	-5.686437	0.0000
ln_HMMD	-0.041923	0.020078	-2.088022	0.0414
C	8.174991	2.040140	4.007073	0.0002
Prob (F-Statistic)			0.000000	
R-squared			0.661898	

Sumber: Lampiran Olah Data, 2020

5 persen (0.05), maka variabel inflasi tidak berpengaruh secara signifikan, namun jika variabel di luar penelitian.

digunakan kepercayaan (α) 10 persen (0.1), Nilai residual dalam uji jangka Panjang

maka dalam jangka panjang variabel inflasi kemudian lakukan pengujian stasioneritas memiliki pengaruh signifikan pada indeks harga menggunakan uji ADF. Tujuannya untuk saham Syariah Indonesia. mengetahui apakah persamaan tersebut telah

Ketiga variabel lainnya yakni KURS, terkointegrasi atau memiliki keseimbangan BI_RATE dan harga minyak mentah dunia dalam jangka panjang. Selanjutnya, residual memiliki nilai prob < nilai α (0.05), artinya tersebut akan digunakan dalam estimasi dalam jangka Panjang ketiga variabel tersebut jangka pendek sebagai variabel *Error Correction Term* (ECT).

Indonesia. Sementara, nilai R-squared model Berdasarkan Tabel 4, terlihat bahwa relatif tinggi yakni 0.661898, artinya dalam nilai prob lebih kecil daripada nilai α . Hasil jangka panjang kemampuan variabel independen tersebut menyatakan bahwa residual dalam dalam mempengaruhi Indeks Saham Syariah jangka panjang telah stasioner di tingkat level

Indonesia sebesar 66,19%, sedangkan sisanya Estimasi *Error Correction Model*.

Tabel 4.
Hasil Pengujian Stasioner Residual pada Derajat Level

Variabel	Nilai Prob	α (0,05)	Keterangan
RESID01	0.0089	0.05	Stasioner

Sumber: Lampiran Olah Data, 2020

Karakteristik unik dalam model ECM adalah adanya *Error Correction Term* (ECT). Pentingnya nilai koefisien ECT dalam model dapat digunakan untuk mengetahui kecepatan terjadinya keseimbangan dalam model. Nilai koefisien tersebut biasa disebut dengan *speed of adjustment* atau koefisien dari resid(-1). Namun perlu dipahami bahwa untuk menjadikan model ECM sebagai prediksi dalam menganalisis kecepatan tingkat terjadinya keseimbangan, nilai koefisien ECT tersebut harus bertanda negatif dan signifikan. Jika nilai ECT sudah memenuhi persyaratan tersebut, dapat dikatakan bahwa spesifikasi model valid, dan dilanjutkan dengan pengujian hipotesis serta menentukan hubungan variabel dalam jangka pendek dan jangka panjang.

Berdasarkan Tabel 5, hasil estimasi ECM menunjukkan bahwa seluruh variabel bebas memiliki nilai prob lebih besar dari nilai

α (0.05), artinya bahwa dalam jangka pendek, seluruh variabel tidak berpengaruh terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Hal tersebut didukung dengan rendahnya nilai *R-squared* yakni sebesar 0.091320, artinya dalam jangka pendek kemampuan variabel bebas dalam mempengaruhi Indeks Saham Syariah Indonesia hanyalah sebesar 9.13%.

Pada persamaan model dengan variabel terikat ISSK, nilai ECT (residual) adalah -0.113914 dengan nilai probabilitas $0.0188 < 0.05$. Nilai koefisien ECT bertanda negatif dan signifikan secara statistik berarti bahwa model spesifikasi ECM yang digunakan dalam penelitian ini valid. Nilai koefisien ECT sebesar -0.113914 mempunyai makna bahwa -0.113914% dari ketidaksesuaian yang dapat

dikoreksi jangka pendek terhadap jangka panjang disesuaikan dalam waktu selama 11 bulan.

Tabel 5.
Hasil Estimasi ECM

Variabel Terikat: ISSK				
Variabel Bebas	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.005416	0.004802	1.127730	0.2645
D(INFLASI)	-0.007070	0.006773	-1.043799	0.3013
D(ln Kurs)	0.181206	0.216139	0.838378	0.4056
D(BI_RATE)	-0.027739	0.021743	-1.275803	0.0276
D(ln_HMMD)	-0.000298	0.011136	-0.026745	0.9788
ECT	-0.113914	0.085584	1.331012	0.0188
Prob (F-Statistic)			0.091320	
R-squared			0.390050	

Sumber: Lampiran Olah Data, 2020

Analisis Pengaruh Inflasi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Pada penelitian ini hasil dari data disebutkan bahwa dalam jangka pendek dan jangka panjang, inflasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan pada derajat 5%, namun pada derajat 10 persen, variabel inflasi berpengaruh signifikan. Jika digunakan tingkat kepercayaan 5 persen, maknanya bahwa inflasi tidak mempengaruhi pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Hasil ini parallel dengan hasil penelitian Pasaribu & Firdaus (2013) yang menyatakan inflasi yang relatif rendah (rata-rata inflasi Indonesia sebesar 5,42%) dianggap bukan sebagai hambatan berinvestasi di Indonesia.

Hasil penelitian lainnya juga menyebutkan bahwa saham-sahan Syariah lebih perkasa dalam membendung guncangan krisis serta gejolak ekonomi seperti inflasi. Selain itu, saham syariah juga dinilai lebih mampu untuk pulih lebih cepat setelah dihantam krisis dibandingkan saham konvensional, sehingga variabel inflasi tidak berpengaruh terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (Beik & Fatmawati, 2014).

Analisis Pengaruh Kurs terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Perilaku

variabel kurs dalam jangka pendek seperti ditunjukkan pada hasil estimasi ECM adalah memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Telah dibahas sebelumnya bahwa saham syariah lebih kuat terhadap krisis dan gejolak fundamental ekonomi sehingga apresiasi ataupun depresiasi kurs tidak mempengaruhi Indeks Saham Syariah Indonesia.

Kondisi berbeda ditunjukkan dalam jangka Panjang, yakni kurs berpengaruh signifikan dan positif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Hasil tersebut didukung oleh penelitian Malini & Jais (2014) yang menyebutkan bahwa akumulasi depresiasi berpengaruh positif terhadap sentimen di pasar modal. Hasil ini sejalan dengan konsep efisiensi pasar bahwa depresiasi mata uang merupakan suatu kabar baik dan mampu meningkatkan daya saing produk sehingga mampu bersaing dalam perdagangan serta berpengaruh terhadap nilai ekspor.

Analisis Pengaruh BI *Rate* terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa baik dalam jangka pendek maupun jangka Panjang, BI *Rate* memiliki signifikan dan negatif terhadap

Indeks Saham Syariah Indonesia. Hasil tersebut didukung oleh penelitian Beik & Fatmawati (2014) yang menyebutkan bahwa investor akan berperilaku cenderung memilih instrumen investasi dengan *return* yang tetap dan berisiko rendah (misalnya deposito) dibandingkan pasar saham. Hal tersebut menunjukkan bahwa investor berperilaku rasional, dan ini merupakan karakteristik investor pada saham Syariah.

Analisis Pengaruh Harga Minyak Mentah Dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Dalam jangka pendek, hasil estimasi ECM menunjukkan bahwa harga minyak mentah dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Hal tersebut dikarenakan saham syariah memang lebih kuat dalam menghadapi krisis dan gejolak fundamental ekonomi makro serta gejolak harga minyak mentah dunia.

Dalam jangka panjang, harga minyak mentah dunia berpengaruh signifikan dan negatif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Hasil tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan Ardana (2016) yang menyebutkan bahwa ketika suatu negara dikategorikan sebagai pengimpor minyak, maka adanya fluktuasi harga minyak mentah dunia

akan membuat perekonomian menjadi rentan. Melihat kondisi tersebut, seorang investor akan berfikir rasional dalam berinvestasi, khususnya investasi di komoditas minyak. Di pasar saham, terjadinya fluktuasi pada harga minyak akan memberikan dampak pada saham-saham dengan yang bahan bakunya berbasis impor dan saham bank serta properti. Beruntungnya, perusahaan yang terdaftar di ISSI tidak didominasi oleh perusahaan produsen minyak. Oleh karena itu, fluktuasi minyak memberikan pengaruh berbeda pada Indeks Saham Syariah Indonesia.

SIMPULAN DAN SARAN

Model ECM mampu menjelaskan perilaku berbagai variabel yang digunakan dalam penelitian untuk memprediksi Indeks Saham Syariah Indonesia, namun dengan besaran dan arah yang berbeda. *Pertama*, naiknya kurs dan harga minyak mentah dunia akan menurunkan Indeks Saham Syariah Indonesia. *Kedua*, dalam jangka panjang dan jangka pendek kenaikan BI *Rate* akan menaikkan Indeks Saham Syariah Indonesia. *Ketiga*, naiknya tingkat inflasi tidak mempengaruhi Indeks Saham Syariah Indonesia.

Saran yang dapat dijadikan pertimbangan

bagi pelaku pasar modal adalah diharapkan berperilaku rasional dalam menanggapi perubahan makroekonomi sebagai dasar dalam memutuskan berinvestasi pada pasar modal Syariah. Hal tersebut penting mengingat sensitivitas indeks saham sangat dipengaruhi oleh perilaku rasional investor dalam berinvestasi. Sementara bagi pemerintah diharapkan dapat terus menjaga stabilitas makroekonomi supaya memberi ketenangan bagia semua pelaku pasar modal di Indonesia.

REFERENSI

- Ardana, Yudhistira. (2016). Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Di Indonesia: Model ECM. *Esensi: Jurnal Bisnis Dan Manajemen*, 6(1), 17–28.
- Beik, I. S., & Fatmawati, S. W. (2014). Pengaruh Indeks Harga Saham Syariah Internasional dan Variabel Makro Ekonomi Terhadap Jakarta Islamic Index. *Al-Iqtishad : Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah*, 6(2), 155–178. <https://doi.org/10.15408/aiq.v6i2.1228>
- Hamrita, M. E., & Trifi, A. (2011). The Relationship between Interest Rate, Exchange Rate and Stock Price: A Wavelet Analysis. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 1(4), 220–228. Retrieved from <http://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/47/0>
- Malini, H., & Jais, M. (2014). The Volatility of Indonesia Shari'ah Capital Market Stock Price Toward Macro Economics Variable. *Indonesian Capital Market Review*, 6(2), 63–72. <https://doi.org/10.21002/icmr.v6i2.3588>
- Pasaribu, R. B. F., & Firdaus, M. (2013). Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, 7(2), 117–128. Retrieved from <https://rowlandpasaribu.files.wordpress.com/2013/10/jeb-vol-7-no-2-jul-2013-analisis-pengaruh-variabel-makroekonomi-terhadap-indeks-saham-syariah-indonesia.pdf>
- Robert, A. (1997). *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesian Capital Market)*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Syahrir. (1995). *Analisis Bursa Efek*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Tandelilin, E. (2001). *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi* (Edisi 1). Yogyakarta: Kanisius IKAPI.
- Thaker, M. A. B. M. T., Rohilina, W., Hassama, A., & Amin, M. F. Bin. (2009). *Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Malaysia: An Approach of Error Correction Model* Retrieved from <https://ideas.repec.org/p/pramprapa/20970.html>
- Vejjagic, M., & Zarafat, H. (2013). Relationship Between Macroeconomic Variables and Stock Market Index: Co-Integration Evidence From FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index. *Asian Journal of Management Sciences & Education*, 2(4), 94–108. Retrieved from <http://www.ajmse.leena-luna.co.jp/ajmsevol2n4.php>
- Widoatmodjo, S. (2005). *Cara Sehat Investasi di Pasar Modal*. Jakarta: PT. Jurnalindo Aksara Grafika.

Lampiran:

Hasil Uji Stasioneritas Resid1

Null Hypothesis: ECT has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.587124	0.0089
Test critical values:		
1% level	-3.546099	
5% level	-2.911730	
10% level	-2.593551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Kesimpulan: Stasioner di level

Hasil Uji Stasioner pada Derajat Level

Null Hypothesis: LN_ISS1 has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.770524	0.8199
Test critical values:		
1% level	-3.546099	
5% level	-2.911730	
10% level	-2.593551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: INFLASI has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.918138	0.3219
Test critical values:		
1% level	-3.548208	
5% level	-2.912631	
10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LN_KURS has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.252128	0.1908
Test critical values:		
1% level	-3.546099	
5% level	-2.911730	
10% level	-2.593551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: BI_RATE has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.280869	0.9754
Test critical values: 1% level	-3.546099	
5% level	-2.911730	
10% level	-2.593551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: LN_HMMD has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.458057	0.1310
Test critical values: 1% level	-3.548208	
5% level	-2.912631	
10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Hasil Uji Stasioner pada Derajat First Difference

Null Hypothesis: D(LN_ISS1) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.086454	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.548208	
5% level	-2.912631	
10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(INFLASI) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.854289	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.548208	
5% level	-2.912631	
10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LN_KURS) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.185724	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.548208	
5% level	-2.912631	
10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(BI_RATE) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.045414	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.548208	
5% level	-2.912631	
10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Null Hypothesis: D(LN_HMMD) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-12.06255	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.548208	
5% level	-2.912631	
10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Uji Kointegrasi

Dependent Variable: LN_ISS1
 Method: Least Squares
 Date: 28/07/20 Time: 08:08
 Sample: 2013M01 2017M12
 Included observations: 60

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INFLASI	-0.012565	0.006711	-1.872235	0.0665
LN_KURS	0.789750	0.223613	3.531765	0.0008
BI_RATE	-0.052428	0.009220	-5.686437	0.0000
LN_HMMD	-0.041923	0.020078	-2.088022	0.0414
C	8.174991	2.040140	4.007073	0.0002
R-squared	0.661898	Mean dependent var		14.88832
Adjusted R-squared	0.637308	S.D. dependent var		0.109010
S.E. of regression	0.065650	Akaike info criterion		-2.529294
Sum squared resid	0.237048	Schwarz criterion		-2.354765
Log likelihood	80.87881	Hannan-Quinn criter.		-2.461026
F-statistic	26.91817	Durbin-Watson stat		0.481768
Prob(F-statistic)	0.000000			

Hasil Estimasi ECM

Dependent Variable: D(LN_ISS1)
 Method: Least Squares
 Date: 28/07/20 Time: 08:19
 Sample (adjusted): 2013M02 2017M12
 Included observations: 59 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INFLASI)	-0.007070	0.006773	-1.043799	0.3013
D(LN_KURS)	0.181206	0.216139	0.838378	0.4056
D(BI_RATE)	-0.027739	0.021743	-1.275803	0.0276
D(LN_HMMD)	-0.000298	0.011136	-0.026745	0.9788
ECT	-0.113914	0.085584	-1.331012	0.1889
C	0.005416	0.004802	1.127730	0.2645
R-squared	0.091320	Mean dependent var		0.006644
Adjusted R-squared	0.005595	S.D. dependent var		0.036676
S.E. of regression	0.036574	Akaike info criterion		-3.682830
Sum squared resid	0.070895	Schwarz criterion		-3.471555
Log likelihood	114.6435	Hannan-Quinn criter.		-3.600357
F-statistic	1.065273	Durbin-Watson stat		1.763009
Prob(F-statistic)	0.390050			