

Geopolitical Risk, Economic Policy Uncertainty, and Islamic Stock Returns

Risiko Geopolitik, Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi, dan Return Saham Syariah

Nadia Arisanti¹ , Imron Mawardi² 

^{1,2}Program Studi Ekonomi Islam, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga, Surabaya, Indonesia
nadia.arisanti-2019@feb.unair.ac.id*, ronmawardi@feb.unair.ac.id

ABSTRACT:

This study aims to examine the short-term and long-term effects of geopolitical risk and economic policy uncertainty on Sharia stock returns in the Jakarta Islamic Index (JII) during the period from January 2018 to December 2023. This research employs a quantitative approach using the Vector Error Correction Model (VECM) analysis technique. The results indicate that geopolitical risk has a negative and significant impact in both the short and long term. Meanwhile, economic policy uncertainty does not have a significant effect in the short term but has a negative and significant impact in the long term. This study also incorporates control variables, including global oil prices, global gold prices, exchange rates, and inflation. All control variables significantly influence Sharia stock returns in JII in the long term. In the short term, however, only global oil prices and exchange rates have a significant impact on Sharia stock returns in JII.

Keywords: *Geopolitical Risk, Economic Policy Uncertainty, Sharia Stock Returns, Jakarta Islamic Index (JII), VECM*

ABSTRAK:

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh hubungan dalam jangka pendek serta jangka panjang dari risiko geopolitik dan ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap return saham syariah pada Jakarta Islamic Index (JII) selama periode Januari 2018-Desember 2023. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik analisis Vector Error Correction Model (VECM). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa risiko geopolitik berpengaruh negatif dan signifikan baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Sedangkan, ketidakpastian kebijakan ekonomi tidak berpengaruh signifikan dalam jangka pendek, tetapi memiliki pengaruh negatif dan signifikan dalam jangka panjang. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol yaitu harga minyak dunia, harga emas dunia, nilai tukar, dan inflasi. Seluruh variabel kontrol yang digunakan berpengaruh signifikan terhadap return saham syariah pada JII dalam jangka panjang. Sedangkan dalam jangka pendek hanya harga minyak dunia dan nilai tukar yang berpengaruh signifikan terhadap return saham syariah pada JII.

Kata Kunci: *Risiko Geopolitik, Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi, Return Saham Syariah, Jakarta Islamic Index (JII), VECM*

Article History

Received: 12-03-2025

Revised: 11-10-2025

Accepted: 12-10-2025

Published: 13-10-2025

^{*}Correspondence:
Nadia Arisanti

Open access under Creative
Commons Attribution-Non
Commercial-Share A like 4.0
International Licence
(CC-BY-NC-SA)



I. PENDAHULUAN

Investasi dalam Islam berkembang secara bertahap (*tadrij*) dan mencakup tiga aspek utama dalam siklus pengetahuan (*trichotomy*), yaitu pengetahuan praktis (*herrschaftswissen*), intelektual (*bildungswissen*), dan spiritual (*erlosungswissen*), sebagaimana dijelaskan oleh Rich dalam The Knowledge Cycle (Huda & Nasution, 2014). Hal itu dapat dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai bentuk keilmuan, investasi juga memiliki dimensi spiritual karena berlandaskan norma syariah, yang menjadikannya tidak hanya sekadar aktivitas ekonomi, tetapi juga bagian dari ibadah dan keseimbangan antara ilmu dan amal.

Dengan berkembangnya teknologi komunikasi, emiten semakin aktif dalam mengembangkan bisnisnya untuk ekspansi dan meningkatkan modal dengan berbagai strategi. Pasar modal merupakan

aktivitas yang mencakup penawaran umum dan perdagangan instrumen keuangan, serta melibatkan perusahaan publik yang menerbitkan efek, lembaga, dan profesi yang berperan dalam pasar efek. Pasar modal berperan sebagai perantara yang menghubungkan investor dengan perusahaan atau pemerintah melalui transaksi instrumen keuangan jangka panjang, seperti saham, obligasi, dan instrumen lainnya. Selain menjadi sumber pendanaan, pasar modal juga berperan sebagai sarana investasi yang melibatkan partisipasi luas dari masyarakat.

Selain instrumen keuangan konvensional, terdapat juga instrumen keuangan yang berlandaskan prinsip syariah, yaitu pasar modal syariah. Saat ini, pasar modal syariah menjadi salah satu pilihan investasi yang semakin menarik perhatian. Pasar modal syariah mengacu pada aktivitas di pasar modal yang diatur dalam Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, dengan syarat bahwa seluruh aktivitasnya harus sesuai dengan prinsip syariah. Secara umum, mekanisme pasar modal syariah tidak jauh berbeda dari pasar modal konvensional. Namun, perbedaannya terletak pada produk serta mekanisme transaksinya yang harus mengikuti prinsip-prinsip syariah.

Jumlah saham syariah dalam Daftar Efek Syariah (DES) mengalami tren peningkatan signifikan dari tahun 2018 hingga 2023. Pada Periode 1 tahun 2018, jumlah saham syariah tercatat sebanyak 381 saham dan meningkat menjadi 637 saham pada Periode 2 tahun 2023, mencerminkan kenaikan sebesar 67,2% dalam enam tahun terakhir. Meskipun terdapat sedikit fluktuasi pada 2019 dan 2020, tren keseluruhan tetap positif, dengan lonjakan tertinggi pada 2023. Peningkatan ini mencerminkan bertambahnya emiten yang memenuhi kriteria syariah serta meningkatnya minat investor terhadap investasi berbasis syariah.

Jakarta Islamic Index (JII) adalah salah satu indeks saham di Indonesia yang menghitung indeks harga rata-rata saham untuk jenis saham-saham yang memenuhi kriteria atau prinsip syariah. Indeks ini terdiri dari tiga puluh saham syariah paling likuid yang tercatat di BEI. Pertumbuhan *Year on year* dan kapitalisasi pasar Jakarta Islamic Index (JII) sejak pertama diterbitkan pada tahun 2000 hingga 2022 mengalami kenaikan yang signifikan. Dari tahun 2021 ke 2022, kapitalisasi pasar Jakarta Islamic Index (JII) mengalami kenaikan sebesar 6,96%, dari Rp2.015,19 triliun menjadi Rp2.155,45 triliun. Kenaikan ini berlanjut pada tahun 2023 dengan pertumbuhan sebesar 16,05%, sehingga kapitalisasi pasar JII mencapai Rp2.501,48 triliun dan kapitalisasi pasar tertinggi dalam 23 tahun terakhir tercatat. Namun, dalam periode 2019 hingga 2021 yang bertepatan dengan masa pandemi mengalami penurunan kapitalisasi pasar JII.

Transaksi di pasar modal syariah berjalan seiring dengan perkembangan pasar modal secara umum, yang tetap menghadapi adanya risiko dan ketidakpastian dalam imbal hasil. Dalam beberapa tahun terakhir, peristiwa pandemik COVID-19 telah berdampak buruk pada perekonomian global dan pasar saham (Wu et al., 2022). Selain pandemi COVID-19, berbagai peristiwa seperti anjaknya pasar saham Shanghai dan perang tarif antara Amerika Serikat dan Tiongkok turut memperburuk efek *spillover* di pasar saham Tiongkok serta berdampak pada pasar keuangan di berbagai negara, termasuk di negara maju maupun berkembang (Shi, 2022).

Konflik terbaru antara Rusia dan Ukraina telah menyebabkan penurunan yang signifikan pada *return* saham. Konflik ini semakin mempertegas eksistensi risiko geopolitik global yang tidak hanya berdampak pada keamanan nasional, tetapi juga memengaruhi hubungan perdagangan serta prospek ekonomi ke depan (IMF, 2022). Risiko geopolitik sendiri mencakup ancaman yang timbul akibat konflik antarnegara, termasuk perang, aksi terorisme, serta ketegangan yang mempengaruhi hubungan internasional dan menimbulkan ketidakpastian ekonomi (Caldara & Iacoviello, 2022). Faktor ini menjadi perhatian utama para pelaku pasar karena berpengaruh terhadap pergerakan nilai serta volatilitas aset yang diperdagangkan (Sahin & Arslan, 2021).

Peningkatan risiko geopolitik dapat memperparah volatilitas di pasar keuangan serta menyebabkan penundaan dalam pengambilan keputusan investasi, yang pada akhirnya berdampak negatif terhadap perekonomian secara keseluruhan (Ha et al., 2021). Hoque & Zaidi (2020) menyatakan bahwa ketidakpastian geopolitik memiliki dampak yang lebih besar pada negara berkembang dibandingkan negara maju. Ketidakpastian geopolitik juga dapat memengaruhi keterkaitan antara pasar saham melalui perubahan sentimen investor, di mana setiap peristiwa geopolitik dapat menggeser arah hubungan ekonomi dan perdagangan, yang pada akhirnya berpengaruh terhadap dinamika pasar saham global (Sohag et al., 2022).

Selain risiko geopolitik, ketidakpastian kebijakan ekonomi juga menjadi faktor yang mempengaruhi volatilitas pasar keuangan dan keputusan investasi. Baker et al. (2016) mengembangkan indeks ketidakpastian kebijakan ekonomi (EPU) dengan mengukur frekuensi liputan surat kabar yang kemudian diringkas dalam satu indeks sederhana. Indeks EPU merupakan salah satu hal yang penting karena mengukur tingkat ketidakpastian melingkupi isu-isu terkait kebijakan ekonomi. Tingkat EPU yang tinggi dapat berdampak negatif pada pertumbuhan ekonomi dan kinerja pasar keuangan (Baker dkk., 2021 ; E.K.Chowdhury dkk., 2022 ; Liu & Chen, 2022 ; Xiong dkk., 2018).

Ketidakpastian tentang kebijakan ekonomi dapat menyebabkan peningkatan volatilitas pasar, karena investor menjadi menghindari risiko dan tidak yakin tentang arah ekonomi di masa depan (Liu & Chen, 2022). Perubahan kebijakan baik moneter maupun fiskal serta sengketa geopolitik dalam suatu negara dapat berdampak luas, bahkan melampaui cakupan negara tersebut. Sesuatu yang terjadi negara tertentu dapat berdampak kepada negara lain (Al-Thaqeb & Algharabali, 2019). Dengan kata lain, ketidakpastian kebijakan ekonomi dan risiko geopolitik yang terjadi suatu negara dapat mempengaruhi negara lain, tidak terkecuali Indonesia.

Penelitian ini bertujuan untuk mengisi kesenjangan literatur dengan menganalisis pengaruh risiko geopolitik dan ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap return saham syariah pada Jakarta Islamic Index (JII). Kajian ini penting mengingat terbatasnya penelitian yang mengintegrasikan kedua faktor risiko tersebut dalam analisis pasar saham syariah di Indonesia. Selain itu, penelitian ini menggunakan variabel kontrol makroekonomi, yaitu harga minyak dunia, harga emas dunia, nilai tukar, dan inflasi inflasi untuk memberikan analisis yang lebih komprehensif, mengingat pasar saham di Indonesia juga dipengaruhi oleh kondisi ekonomi global dan domestik. Dengan menggunakan pendekatan *Vector Error Correction Model* (VECM), penelitian ini menganalisis hubungan dinamis antar variabel dalam jangka pendek dan jangka panjang.

II. STUDI LITERATUR

Landasan Teori

Pasar modal syariah adalah sebuah sistem pasar yang beroperasi berdasarkan prinsip-prinsip syariah Islam, di mana semua aspek aktivitasnya mulai dari emiten, efek yang diperdagangkan, hingga mekanisme perdagangannya diatur sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Efek syariah yang diperjualbelikan dalam pasar modal syariah harus memenuhi ketentuan syariah dalam hal akad, tata kelola perusahaan, serta cara penerbitannya. Penetapan prinsip syariah untuk pasar modal harus didasarkan pada Al-Qur'an, yang merupakan sumber hukum paling otoritatif serta hadits Nabi Muhammad SAW. Merujuk pada kedua sumber hukum tersebut, para ulama menyusun tafsir atau ilmu fiqh. Salah satu tema yang dibahas dalam ilmu fiqh adalah muamalah. Oleh karena itu, fiqh muamalah diterapkan untuk menyesuaikan dengan perkembangan pasar modal syariah. Produk dan jasa di pasar modal syariah pada dasarnya memiliki kesamaan dengan pasar modal secara umum. Perbedaannya terletak pada aspek kepatuhan terhadap prinsip syariah dalam setiap produk dan jasa yang ditawarkan (Soemitra, 2009:102)

Saham syariah adalah surat berharga bukti penyertaan modal dalam suatu perusahaan, di mana pemegang saham memiliki hak untuk menerima bagian hasil dari usaha perusahaan tersebut (Huda & Nasution, 2014:295). Tetapi, tidak semua saham yang diterbitkan termasuk dalam kategori saham syariah. Di pasar modal Indonesia, saham syariah terbagi menjadi dua jenis, yaitu saham syariah yang diterbitkan oleh emiten syariah dan saham syariah yang diterbitkan oleh emiten non syariah. Emiten non syariah adalah perusahaan terdaftar di BEI yang tidak secara eksplisit menyatakan bahwa operasionalnya mengikuti prinsip-prinsip syariah. Saham emiten non syariah dapat dikategorikan sebagai saham syariah jika memenuhi syarat yaitu tidak terlibat dalam aktivitas perjudian, tidak melakukan perdagangan yang bertentangan dengan prinsip syariah, tidak menjalankan layanan keuangan yang mengandung unsur riba, serta tidak berpartisipasi dalam transaksi berbasis spekulasi atau ketidakpastian. Selain itu, total utang berbasis bunga yang dimiliki perusahaan tidak boleh melebihi 45% dari total aset, dan pendapatan dari bunga serta sumber tidak halal lainnya tidak boleh melebihi 10% dari total pendapatan. Emiten juga tidak boleh memproduksi, mendistribusikan, menjual, atau menyediakan barang dan jasa yang haram serta dapat merusak moral atau menimbulkan mudarat (Harto et al., 2020: 107).

Indeks saham syariah pertama yang diterbitkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tanggal 3 Juli 2000 adalah Jakarta Islamic Indeks (JII). Indeks ini terdiri dari tiga puluh saham syariah paling likuid yang tercatat di BEI. Proses seleksi dalam menentukan saham yang masuk ke dalam Jakarta Islamic Index (JII) dengan mempertimbangkan aspek likuiditas dan kondisi keuangan emiten diawali dengan memilih saham dari emiten yang menjalankan usaha sesuai dengan prinsip syariah dan telah terdaftar di BEI selama lebih dari tiga bulan, kecuali untuk sepuluh emiten dengan kapitalisasi pasar terbesar. Selanjutnya, pemilihan saham didasarkan pada laporan keuangan tahunan atau tengah tahun, dengan syarat rasio utang terhadap aset tidak boleh melebihi 90%. Dari daftar saham yang telah memenuhi kriteria tersebut, dipilih 60 saham dengan kapitalisasi pasar terbesar dalam satu tahun terakhir. Kemudian, dari 60 saham tersebut, dipilih 30 saham dengan tingkat likuiditas tertinggi berdasarkan nilai perdagangan reguler dalam satu tahun terakhir (Sutedi, 2011:65).

Return merupakan satu faktor yang mendorong investor untuk berinvestasi, serta berfungsi sebagai kompensasi atau imbalan atas risiko yang dihadapi oleh investor dalam menjalani investasinya (Sri, 2020). *Return* saham syariah mengacu pada tingkat pengembalian atau keuntungan yang dihasilkan dari investasi pada saham yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. *Return* saham dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik yang bersifat makro (ekonomi dan non ekonomi) maupun mikro ekonomi. Faktor makro mencakup aspek ekonomi dan non ekonomi. Faktor makro ekonomi mencakup inflasi, suku bunga, nilai tukar, pertumbuhan ekonomi, harga minyak di pasar internasional serta indeks saham regional. Sementara itu, faktor makro non-ekonomi meliputi peristiwa politik domestik, sosial, hukum, dan dinamika politik internasional. Di sisi lain, faktor mikro ekonomi berkaitan dengan kondisi internal perusahaan, seperti laba per lembar saham, dividen per saham, nilai buku per saham, rasio utang terhadap ekuitas/*debt equity ratio*, dan rasio keuangan lainnya (Samsul, 2006: 335).

Namun, *return* saham tidak hanya dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan, tetapi juga oleh berbagai faktor eksternal seperti risiko geopolitik yang dapat menciptakan ketidakpastian dalam pasar keuangan. Caldara & Iacoviello (2022) mendefinisikan risiko geopolitik sebagai ancaman, realisasi, dan peningkatan dampak buruk yang disebabkan oleh perang, terorisme, dan ketegangan antar negara dan aktor politik yang mempengaruhi jalannya hubungan internasional yang damai. Untuk mengukur risiko geopolitik, Caldara & Iacoviello menyusun indeks GPR dengan menghitung jumlah artikel di surat kabar yang membahas peristiwa geopolitik yang merugikan setiap bulan dan dinormalisasi ke nilai rata-rata 100. Indeks ini dimulai pada tahun 1985 dan didasarkan pada pencarian teks otomatis pada arsip elektronik sepuluh surat kabar yaitu Chicago Tribune, the Daily Telegraph, Financial Times, The Globe and Mail, The Guardian, the Los Angeles Times, The New York Times, USA Today, The Wall Street Journal, dan The Washington Post.

Selain risiko geopolitik, ketidakpastian kebijakan ekonomi juga menjadi faktor penting yang dapat mempengaruhi pergerakan *return* saham syariah melalui perubahan kebijakan yang tidak terduga. Ketidakpastian kebijakan ekonomi (EPU) didefinisikan sebagai bagian dari perubahan kebijakan yang tidak dapat diprediksi yang berkaitan dengan perekonomian di masa depan termasuk fiskal, peraturan, dan kebijakan moneter (Brogaard & Detzel, 2015; Chen et al., 2023). Baker et al. (2016) mengembangkan indeks ketidakpastian kebijakan ekonomi (EPU) dengan mengukur frekuensi liputan surat kabar yang kemudian diringkas dalam satu indeks sederhana. Indeks EPU menangkap ketidakpastian dari indikator ekonomi, berita, kebijakan, dan pasar. Indeks ketidakpastian kebijakan ekonomi (EPU) menggunakan rata-rata dari tiga bagian: jumlah liputan surat kabar tentang ketidakpastian ekonomi yang berkaitan dengan kebijakan, jumlah ketentuan dalam kode pajak federal yang akan segera berakhir, dan ketidaksepakatan di antara para ahli ekonomi.

Dalam menganalisis hubungan antara risiko dan *return*, berbagai teori keuangan telah dikembangkan, salah satunya adalah *Arbitrage Pricing Theory* (APT). Stephen A. Ross mengembangkan *Arbitrage Pricing Theory* (APT) yang merupakan model penilaian aset pada tahun 1976. APT merupakan model keseimbangan selain *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang digunakan untuk mengidentifikasi tingkat risiko yang relevan terhadap suatu aset serta kaitannya dengan *return* yang diharapkan dan risikonya. Dalam teori investasi APT, ada dua asumsi yang digunakan yang pertama adalah tidak ada kesempatan arbitrase yang mampu menghasilkan pengembalian positif tanpa risiko. Kondisi di mana investor dapat mengambil keuntungan dari perbedaan harga aset dengan tujuan memperoleh keuntungan tanpa menghadapi risiko apapun. Selanjutnya, asumsi kedua yaitu harga aset dipengaruhi oleh faktor makro ekonomi yang disebut juga

sebagai faktor risiko sistematis (Bodie, Z., et al. 2016).

Pengembangan Hipotesis

Risiko geopolitik sendiri mencakup ancaman yang timbul akibat konflik antarnegara, termasuk perang, aksi terorisme, serta ketegangan yang mempengaruhi hubungan internasional dan menimbulkan ketidakpastian ekonomi. Risiko geopolitik dianggap sebagai faktor penting yang mempengaruhi keputusan investasi dan dinamika pasar saham oleh pengusaha, pelaku pasar dan bank sentral (Caldara & Iacoviello, 2022). Semakin banyak literatur yang mengeksplorasi bagaimana ketegangan geopolitik berdampak pada pasar keuangan. Hoque & Zaidi (2020) meneliti pengaruh ketidakpastian risiko geopolitik, baik domestik maupun global, terhadap return saham di lima negara berkembang yang rentan, salah satunya adalah Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa selama periode volatilitas, ketidakstabilan politik berdampak negatif pada kinerja pasar saham empat negara berkembang tersebut, kecuali kinerja pasar saham India yang memiliki dampak positif. Ndako et al. (2021) menemukan bahwa pengaruh GPR di Indonesia lebih besar dibandingkan dengan Malaysia, meskipun volatilitas *return* saham syariah di kedua negara tersebut tetap sensitif terhadap GPR. Penelitian oleh Agoraki et al. (2022) menemukan bahwa dampak risiko geopolitik bersifat negatif dan signifikan. Dari pemaparan tersebut dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan signifikan antara risiko geopolitik dan *return* saham syariah pada JII.

Ketidakpastian kebijakan ekonomi adalah kondisi dimana hasil dari penerapan kebijakan ekonomi tidak dapat diprediksi secara akurat yang berdampak pada perilaku individu dan perusahaan dalam sistem perekonomian (Aslam et al., 2023). Beberapa riset telah mengkaji dampak EPU terhadap pasar modal, seperti Arouri et al. (2016) menemukan bahwa peningkatan EPU menyebabkan penurunan *return* saham yang signifikan, efek ini menjadi lebih kuat dan bertahan selama periode volatilitas yang tinggi. Hammoudeh et al. (2016) mengungkapkan bahwa guncangan EPU AS berdampak negatif secara signifikan terhadap *return* saham syariah. Aslam et al. (2023) mengkaji korelasi EPU AS dengan pasar saham konvensional dan syariah dari harga pasar saham harian di lima negara utama dipertimbangkan: AS, Thailand, Indonesia, Pakistan, dan India. Hasilnya menunjukkan EPU berdampak negatif terhadap pasar modal, baik syariah maupun konvensional. Dapat disimpulkan berdasarkan beberapa penelitian terdahulu diduga bahwa EPU berpengaruh signifikan terhadap *return* saham syariah pada JII.

III. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan teknik analisis *Vector Error Correction Model* (VECM) dan diestimasi menggunakan software EViews 12. Populasi dalam penelitian ini adalah Jakarta Islamic Index (JII) pada periode 2018-2023 dengan sampel berupa data pengamatan bulanan selama 6 tahun, sehingga menghasilkan total 72 observasi. Dalam analisis ini, terdapat tiga jenis variabel, yaitu variabel independen, variabel dependen, dan variabel kontrol. Variabel independen yang digunakan adalah risiko geopolitik dan ketidakpastian kebijakan ekonomi, sedangkan variabel dependen yang dianalisis adalah *return* saham syariah pada JII. Selain itu, penelitian ini juga memasukkan harga minyak dunia, harga emas dunia, nilai tukar, dan inflasi sebagai variabel kontrol untuk menangkap pengaruh faktor makroekonomi terhadap *return* saham syariah. Untuk melakukan estimasi VECM terdapat beberapa tahapan yang harus dilakukan yaitu :

1. Uji Stasioneritas

Salah satu metode yang digunakan untuk menguji stasioneritas data adalah dengan melakukan uji akar unit. Jika data memiliki akar unit, nilainya cenderung berfluktuasi tidak berpusat pada nilai rata-rata, sehingga dapat menyulitkan proses estimasi model (Rusydiana, 2009). Pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai ADF t-statistik dengan nilai kritis *Mackinnon*. Jika data tidak stasioner pada tingkat level, maka langkah berikutnya adalah melakukan diferensiasi, baik pada tingkat first difference atau lebih lanjut (Kuncoro, 2011).

2. Uji Lag Optimal

Setelah memastikan bahwa data tidak terdapat akar unit dan telah stasioner, langkah berikutnya adalah menentukan lag optimum. *Lag* dalam ekonomi digunakan untuk melihat bagaimana satu variabel mempengaruhi variabel lain dalam jangka waktu tertentu (Gujarati, 1995). Jika *lag* yang digunakan terlalu pendek, hasil estimasi bisa menjadi kurang akurat. Sebaliknya, jika *lag* yang

digunakan terlalu panjang, estimasi yang diperoleh berisiko menjadi tidak efisien (Basuki & Yuliadi, 2015). Selain itu, menentukan *lag* yang tepat juga penting untuk menghindari masalah autokorelasi dalam sistem VAR, sehingga hasil estimasi menjadi lebih valid (Nugroho, 2009).

3. Uji Stabilitas

Setelah menentukan jangka waktu (*lag*), diperlukan pengujian stabilitas untuk memastikan bahwa model yang digunakan stabil. Pengujian ini sangat penting karena jika model VAR tidak stabil, maka hasil estimasi yang diperoleh tidak akan memiliki tingkat validitas yang tinggi. VAR dianggap stabil jika nilai seluruh akar (*root*) memiliki modulus yang lebih kecil dari satu (Basuki & Yuliadi, 2015).

4. Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi merupakan langkah yang paling penting dalam estimasi VECM, karena salah satu syarat utama penggunaan VECM adalah data harus terkointegrasi. Kointegrasi menunjukkan adanya hubungan jangka panjang antar variabel-variabel yang mungkin tidak stasioner secara individual, tetapi kombinasi linier antara variabel tersebut dapat menjadi stasioner. Jika tidak ada hubungan kointegrasi antar variabel, maka estimasi VECM tidak dapat digunakan.

5. Uji Estimasi VECM

VECM merupakan bentuk dari VAR yang terestriksi. Karena data yang tidak stasioner tetapi memiliki hubungan kointegrasi, maka diperlukan pembatasan/restriksi tambahan. VECM memasukkan informasi restriksi kointegrasi ke dalam spesifikasi model. Spesifikasi ini membatasi hubungan jangka panjang antar variabel endogen agar tetap menuju keseimbangan kointegrasi, tetapi tetap mempertahankan dinamika jangka pendek. Hasil estimasi VECM dapat menunjukkan hubungan antar variabel baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

6. Uji *Impulse Response Function*

Impulse Response Function digunakan untuk mengukur dampak dari shock terhadap variabel endogen, baik pada periode saat ini maupun di masa mendatang. Sims (1992) menjelaskan bahwa fungsi *respon impuls* menggambarkan estimasi perubahan variabel dalam beberapa periode ke depan akibat inovasi dari variabel lain. Dengan demikian, metode ini memungkinkan analisis terhadap sejauh mana serta berapa lama suatu variabel mempengaruhi variabel lainnya sebelum akhirnya kembali ke kondisi keseimbangan.

7. Uji *Variance Decomposition*

Forecast Error Variance Decomposition (FEVD) mengukur sejauh mana inovasi dalam suatu variabel mempengaruhi variabel lainnya dalam model VAR, memberikan gambaran tentang bagaimana pergerakan variabel berlangsung secara bertahap akibat adanya guncangan dan faktor lain yang berpengaruh (Nugroho, 2009). Analisis ini membantu dalam memahami besaran perubahan yang terjadi pada variabel penelitian serta bagaimana dampak guncangan tersebut memengaruhi hubungan antar variabel, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Statistik

Pengolahan data dalam penelitian ini dimulai dengan uji statistik deskriptif. Analisis ini digunakan untuk memberikan gambaran umum mengenai karakteristik individu atau unit analisis dalam data yang diteliti. Teknik ini berfungsi hanya untuk mendeskripsikan data sebagaimana adanya tanpa menarik kesimpulan umum atau melakukan generalisasi.

Tabel 1 menyajikan statistik deskriptif variabel penelitian berdasarkan 72 sampel pada setiap variabel. statistik deskriptif menunjukkan bahwa return saham syariah pada JII memiliki rata-rata sebesar -0,37 persen dengan standar deviasi 4,59 persen. Nilai minimum return tercatat sebesar -15,68 persen pada Maret 2020, sedangkan nilai maksimum mencapai 13,87 persen pada April 2020. Geopolitical Risk (GPR) memiliki rata-rata sebesar 0,0476 dengan standar deviasi 0,0582, dan nilai maksimum mencapai 0,40 pada November 2022. Economic Policy Uncertainty (EPU) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 251,72 dengan standar deviasi 57,58. Nilai minimum EPU tercatat sebesar 124,84 pada Februari 2018, sedangkan nilai maksimum mencapai 431,64 pada Mei 2020. Harga minyak dunia

(WTI) memiliki rata-rata sebesar 975.451,9 dengan standar deviasi 292.319,6. Nilai minimum harga minyak tercatat sebesar 291.469,1 pada April 2020, sementara nilai maksimum mencapai 1.669.033 pada Mei 2022. Harga emas dunia memiliki rata-rata sebesar 24.352.250 dengan standar deviasi 4.303.518. Nilai minimum tercatat sebesar 17.448.709 pada November 2018, sedangkan nilai maksimum mencapai 32.094.653 pada Desember 2023. Nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat memiliki rata-rata sebesar 14.580,06 dengan standar deviasi 572,08. Nilai minimum tercatat sebesar 13.413,00 pada Januari 2018, sementara nilai maksimum mencapai 16.367,00 pada Maret 2020. Inflasi menunjukkan rata-rata sebesar 2,97 persen dengan standar deviasi 1,22 persen. Nilai minimum inflasi tercatat sebesar 1,32 persen pada Agustus 2020, sedangkan nilai maksimum mencapai 5,95 persen pada September 2022.

Tabel 1. Deskriptif Statistik Variabel

Variabel	Mean	Min	Max	Std. Dev.
JII	-0.003770	-0.156847	0.138773	0.045933
GPR	0.047639	0.000000	0.400000	0.058201
EPU	251.7216	124.8354	431.6424	57.57964
OIL	975451.9	291469.1	1669033.	292319.6
GOLD	24352250	17448709	32094653	4303518.
EXRT	14580.06	13413.00	16367.00	572.0816
INF	0.029775	0.013200	0.059500	0.012201

Sumber: Hasil olah data

Uji Stasioneritas

Uji stasioneritas dapat dilakukan dengan membandingkan nilai *Augmented Dickey-Fuller Test* (ADF) dengan nilai kritis *Mackinnon* pada tingkat signifikansi 1%, 5%, dan 10%. Jika nilai ADF t-statistik lebih besar dari nilai kritis *Mackinnon*, maka hipotesis nol (H_0) diterima, yang menunjukkan bahwa data tidak stasioner dan sebaliknya (Basuki & Yuliadi, 2015).

Tabel 2. Uji Stasioneritas Tingkat Level

Variabel	Prob.	ADF t-statistics	Critical Value
GPR	0.0000	-6.598969	-2.902953
EPU	0.0055	-3.732913	-2.902953
OIL	0.5313	-1.493336	-2.902953
GOLD	0.8263	-0.751317	-2.902953
EXRT	0.0181	-3.309628	-2.902953
INF	0.4092	-1.735544	-2.902953
JII	0.0000	-8.188239	-2.902953

Sumber: Hasil olah data

Berdasarkan pada tabel 2, dapat dilihat bahwa variabel yang stasioner pada tingkat level yaitu variabel GPR, EPU, EXRT, dan JII. Variabel tersebut dapat stasioner karena nilai probabilitas ADF < tingkat $\alpha = 5\%$, hal tersebut juga dapat dilihat dari ADF t-statistic < nilai kritis *Mackinnon*. Sedangkan 3 variabel lainnya yaitu variabel OIL, GOLD, dan INF menunjukkan kondisi data yang tidak stasioner pada tingkat level. Untuk menghindari masalah regresi lancung, maka perlu *unit root test* untuk mentransformasi dari hasil uji yang tidak stasioner menjadi stasioner melalui diferensiasi data pada tingkat *first difference*.

Uji Derajat Integrasi

Tahap ini merupakan lanjutan dari uji stasioneritas pada tingkat level, atau disebut juga uji derajat integrasi (*first difference*). Sama seperti uji stasioneritas, dalam uji ini suatu variabel dikatakan stasioner jika probabilitasnya kurang dari $\alpha = 5\%$. Sebaliknya, jika probabilitasnya lebih besar dari $\alpha = 5\%$, maka data tidak stasioner.

Tabel 3 menunjukkan bahwa nilai probabilitas masing-masing variabel lebih kecil dari $\alpha = 5\%$ atau 0,05 yang berarti semua variabel sudah stasioner pada tingkat *first difference*. Langkah selanjutnya adalah penentuan *lag optimum* setelah semua data stasioner dan tidak memiliki *unit root*.

Tabel 3. Uji Derajat Integrasi

Variabel	Prob.	ADF <i>t</i> -statistics	Critical Value
D(GPR)	0.0000	-8.215560	-2.904848
D(EPU)	0.0001	-11.77349	-2.903566
D(OIL)	0.0000	-7.075836	-2.903566
D(GOLD)	0.0000	-9.783086	-2.903566
D(EXRT)	0.0000	-9.319153	-2.903566
D(INF)	0.0001	-10.33144	-2.903566
D(JII)	0.0000	-6.873438	-2.906210

Sumber: Hasil olah data

Uji Lag Optimum

Penentuan jumlah *lag* dalam model VAR didasarkan pada beberapa kriteria, yaitu *Likelihood Ratio* (LR), *Final Prediction Error* (FPE), *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SC), dan *Hannan-Quinn Criterion* (HQ). Hasil uji panjang *lag* (*Lag Length*) ditentukan berdasarkan jumlah bintang terbanyak yang direkomendasikan dari masing-masing kriteria uji *lag length*. Berdasarkan tabel 4, menunjukkan bahwa semua kriteria memilih *lag* 1 sebagai *lag* optimal. Oleh karena itu, panjang *lag* optimal yang digunakan dalam penelitian ini adalah *lag* 1.

Tabel 4. Uji Lag Optimum

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-2462.920	NA	2.47e+23	73.72895	73.95929	73.82010
1	-2180.472	497.4451*	2.34e+20*	66.76037*	68.60310*	67.48954*
2	-2142.782	58.50399	3.44e+20	67.09798	70.55309	68.46517
3	-2111.096	42.56378	6.52e+20	67.61480	72.68230	69.62003
4	-2055.950	62.55359	6.97e+20	67.43134	74.11123	70.07459
5	-2001.357	50.51884	9.30e+20	67.26439	75.55666	70.54566

Sumber: Hasil olah data

Uji Stabilitas

Berdasarkan uji stabilitas yang ditunjukkan pada tabel 5, seluruh akar atau *root* nya memiliki nilai modulus kurang dari 1. Hal ini menunjukkan bahwa model VAR yang digunakan telah memenuhi syarat stabilitas, sehingga hasil estimasi, termasuk analisis *Impulse Response Function* (IRF) dan *Variance Decomposition* (VDC), dapat diinterpretasikan dengan valid (Rusydiana, 2009)..

Tabel 5. Uji Stabilitas

Root	Modulus
0.982753	0.982753
0.859977 – 0.056919i	0.861859
0.859977 + 0.056919i	0.861859
0.552927 – 0.177075i	0.580589
0.552927 + 0.177075i	0.580589
-0.134186	0.134186
-0.027682	0.027682

Sumber: Hasil olah data

Uji Kointegrasi

Tabel 6. Uji Kointegrasi

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.571431	179.1480	125.6154	0.0000
At most 1 *	0.512682	119.8366	95.75366	0.0004
At most 2	0.357585	69.51788	69.81889	0.0528
At most 3	0.264206	38.54148	47.85613	0.2789
At most 4	0.137586	17.06517	29.79707	0.6353
At most 5	0.084656	6.703787	15.49471	0.6123
At most 6	0.007287	0.511933	3.841465	0.4743

Sumber: Hasil olah data

Terdapat dua hubungan kointegrasi yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5%, berdasarkan hasil *unrestricted cointegration rank test* (*trace*) pada tabel 6. Hal tersebut menunjukkan bahwa tidak ada hubungan kointegrasi tambahan karena hipotesis nol diterima atau tidak ditolak. Dengan demikian,

terdapat dua persamaan kointegrasi dalam model pada tingkat signifikansi 5%, sehingga metode VECM dapat digunakan untuk menganalisis hubungan jangka panjang antara variabel yang diuji.

Uji Estimasi VECM

Setelah diketahui adanya kointegrasi, tahap pengujian selanjutnya melakukan estimasi VECM. Hasil estimasi VECM dapat memperlihatkan hubungan antar variabel baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang.

Tabel 7. Estimasi VECM Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	t-statistics	Keterangan
CointEq1	-0.704056	-3.82461	Signifikan
D(GPR(-1))	-0.245721	-2.83174	Signifikan
D(EPU(-1))	0.000195	1.48072	Tidak Signifikan
D(OIL(-1))	-1.42E-07	-2.62456	Signifikan
D(GOLD (-1))	-6.75E-09	-1.20988	Tidak Signifikan
D(EXRT(-1))	3.90E-05	2.37415	Signifikan
D(INF (-1))	0.751523	0.69063	Tidak Signifikan

Sumber: Hasil olah data

Variabel dalam model estimasi VECM dikatakan signifikan terhadap variabel lainnya adalah ketika nilai mutlak *t-statistic* > *t-table*. Berdasarkan tabel 7, variabel D(GPR(-1)), D(OIL(-1)), dan D(EXRT(-1)) memiliki nilai *t-statistic* yang lebih besar dari *t-table* (1.66660) dengan nilai mutlak *t-statistic* masing-masing 2.8317, 2.6246, dan 2.3742, sehingga keempat variabel tersebut signifikan terhadap *return* saham syariah pada JII. Sebaliknya, variabel D(EPU(-1)), D(GOLD(-1)), dan D(INF(-1)) memiliki nilai *t-statistic* < *t-table*, dengan nilai mutlak *t-statistic* masing-masing 1.4807, 1.2099, dan 0.6906. Ketiga variabel tersebut tidak signifikan terhadap *return* saham syariah pada JII.

Tabel 8. Estimasi VECM Jangka Panjang

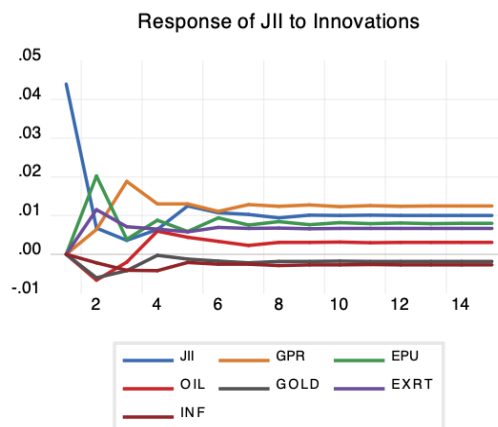
Variabel	Koefisien	t-statistics	Keterangan
GPR(-1)	-0.349398	-332.803	Signifikan
EPU(-1)	-0.000389	-414.097	Signifikan
OIL(-1)	-6.58E-08	-318.101	Signifikan
GOLD(-1)	3.14E-09	251.503	Signifikan
EXRT(-1)	3.50E-06	161.463	Signifikan
INF(-1)	1.761.453	394.155	Signifikan

Sumber: Hasil olah data

Tabel 8 menunjukkan hasil estimasi VECM dalam jangka panjang bahwa semua variabel memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham syariah. Hal tersebut dibuktikan dengan hasil estimasi nilai mutlak *t-statistic* lebih besar dari nilai *t-tabelnya*.

Impulse Response Function

Uji IRF dapat digunakan untuk melihat seberapa lama pengaruh guncangan atau shock mempengaruhi variabel terikat dan seberapa lama pengaruh tersebut bertahan sampai hilang dan kembali ke keseimbangan.



Sumber: Hasil olah data

Gambar 1. Hasil Uji *Impulse Response Function*

Gambar 1 menunjukkan bahwa return saham syariah pada JII memberikan respons positif terhadap guncangan dirinya sendiri pada periode awal, diikuti oleh fluktuasi sebelum mencapai kestabilan setelah periode kelima. Terhadap guncangan risiko geopolitik, return JII tidak menunjukkan respons yang signifikan pada periode awal, kemudian meningkat pada periode kedua dan ketiga sebelum mengalami penurunan dan mencapai stabilitas setelah periode ketujuh. Guncangan ketidakpastian kebijakan ekonomi juga tidak berdampak langsung pada return JII di periode awal, namun mulai memberikan pengaruh positif pada periode kedua, diikuti oleh fluktuasi hingga akhirnya stabil setelah periode ketujuh. Guncangan harga minyak berdampak negatif terhadap return saham syariah pada JII hingga periode ketiga, kemudian berubah menjadi positif sejak periode keempat dan mencapai kestabilan setelah periode kedelapan. Sementara itu, return JII merespons guncangan harga emas secara negatif sepanjang periode dengan pola fluktuatif yang mulai stabil setelah periode ketujuh. Nilai tukar tidak memberikan dampak langsung pada return JII di periode awal, namun mulai menunjukkan respons positif pada periode kedua, mengalami fluktuasi, dan mencapai kestabilan setelah periode keenam. Guncangan inflasi memberikan dampak negatif terhadap return saham syariah pada JII sejak periode awal, dengan pola fluktuatif yang tidak terlalu signifikan sebelum mencapai kestabilan setelah periode kedelapan.

Variance Decomposition

Variance Decomposition berguna untuk mengukur perkiraan *varians error* suatu variabel, yaitu seberapa besar kemampuan suatu variabel dapat menjelaskan variabel lainnya atau pada variabel itu sendiri (Nugroho et al., 2016).

Tabel 9. *Variance Decomposition*

Variance Decomposition of JII:								
Period	S.E.	JII	GPR	EPU	OIL	GOLD	EXRT	INF
1	0.044012	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.051483	74.78791	1.538957	15.39211	1.678458	1.382054	5.029071	0.191439
3	0.055859	63.93344	12.62290	13.54167	1.555933	1.743365	5.881541	0.721146
4	0.059177	58.12950	16.05377	14.26108	2.407343	1.556056	6.442945	1.149762
5	0.062607	55.91783	18.62985	13.63282	2.647885	1.428947	6.603876	1.138790
6	0.065679	53.46951	19.78129	14.42445	2.658561	1.371698	7.109763	1.184733
7	0.068566	51.30096	21.64607	14.44321	2.551630	1.362966	7.470283	1.224890
8	0.071286	49.21365	23.04877	14.74854	2.540741	1.328198	7.819777	1.300320
9	0.073937	47.60577	24.39477	14.77050	2.534102	1.296201	8.056373	1.342286
10	0.076492	46.19307	25.39462	14.93472	2.540568	1.265745	8.288527	1.382753
11	0.078971	44.98681	26.34093	15.00594	2.528338	1.243793	8.481851	1.412341
12	0.081366	43.88212	27.14699	15.11816	2.521844	1.223404	8.663977	1.443503
13	0.083696	42.91140	27.89528	15.18492	2.514147	1.205643	8.819161	1.469454
14	0.085961	42.03544	28.54727	15.26301	2.510311	1.188927	8.961206	1.493837
15	0.088169	41.25337	29.14313	15.32217	2.505330	1.174248	9.086968	1.514780

Sumber: Hasil olah data

Tabel 9 menunjukkan pada periode pertama return saham syariah JII sepenuhnya dipengaruhi oleh guncangan dirinya sendiri sebesar 100%, sementara variabel lain belum memberikan kontribusi terhadap return JII. Pada periode kedua, GPR mulai memberikan kontribusi terhadap return saham syariah JII sebesar 1.53% dan terus meningkat hingga periode ke-15 sebesar 29.14%, menjadikannya variabel dengan pengaruh terbesar setelah return JII itu sendiri. EPU mulai berkontribusi terhadap return JII sebesar 15.39% pada periode kedua, mengalami fluktuasi, dan mencapai 15.32% pada periode ke-15. Nilai tukar memberikan pengaruh terhadap return JII sebesar 5.02% pada periode kedua dan meningkat menjadi 9.08% pada periode ke-15. Harga minyak mulai berkontribusi terhadap return JII sebesar 1.67% dan berfluktuasi hingga mencapai 2.50% pada periode ke-15. Inflasi awalnya berkontribusi terhadap return JII sebesar 0.19% dan mengalami peningkatan bertahap hingga 1.51%. Sementara itu, harga emas memiliki kontribusi terhadap return JII sebesar 1.38% pada periode kedua, namun mengalami penurunan hingga 1.17% pada periode ke-15, menjadikannya variabel dengan pengaruh paling kecil terhadap return JII.

Pembahasan

Hubungan Jangka Pendek dan Jangka Panjang Risiko Geopolitik Terhadap Return Saham Syariah Pada JII

Secara keseluruhan, temuan penelitian ini menunjukkan bahwa risiko geopolitik berdampak negatif secara signifikan terhadap return saham syariah di JII, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Caldara & Iacoviello (2018) mendefinisikan GPR sebagai risiko yang terkait dengan tindakan teroris, perang, dan ketegangan antar negara yang dapat mengganggu hubungan internasional yang normal. Karena sering disebut sebagai faktor penting yang mempengaruhi keputusan investasi oleh bank sentral, pers keuangan, dan investor bisnis, risiko geopolitik dianggap sangat mempengaruhi pasar keuangan secara keseluruhan dan pasar saham. Risiko dalam Islam merupakan bagian dari sunnatullah (hukum alam). Oleh sebab itu, dalam prinsip transaksi Islam terdapat kaidah *al-kharaj bi al-daman* dan *al-ghunmu bi al-ghurmi*, yang berarti bahwa keuntungan harus sebanding dengan tanggung jawab terhadap risiko atau potensi kerugian. Dalam perspektif Islam, modal yang diinvestasikan dapat menghasilkan tiga kemungkinan, yaitu keuntungan, impas, atau kerugian. Sesuai dengan syariat Islam, kedua aspek ini harus selalu berjalan beriringan, di mana *kharaj/ribh/ghunm* hanya dapat diperoleh dengan adanya *daman/mukhatarah/ghurm* (Sahroni, 2016). Al-Quran surat Al-Hasyr ayat 18 mengajarkan prinsip kehati-hatian dan perencanaan jangka panjang dengan perintah agar setiap individu memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok

Risiko geopolitik berdampak negatif pada *return* saham syariah pada JII dalam jangka pendek. Sentimen investor akan terpengaruh oleh ketidakpastian yang ditimbulkan oleh peristiwa geopolitik yang tidak dapat diprediksi, sehingga dapat menunda proses pengambilan keputusan pelaku pasar (Salisu et al., 2022). Peristiwa geopolitik yang tiba-tiba dan tak terduga menyebabkan investor sensitif terhadap perubahan kondisi pasar dan untuk menghindari kerugian yang lebih besar, investor cenderung menjual aset mereka atau mengurangi investasi mereka (Yang & Yang, 2021). Kondisi tersebut dapat memicu aksi jual saham secara besar-besaran oleh investor yang mengutamakan kestabilan di masa depan melalui instrumen keuangan yang lebih aman (Apergis & Apergis, 2016). Risiko geopolitik dapat menimbulkan ketidakpastian dan meningkatkan risiko investasi yang mengakibatkan fluktuasi harga saham karena investor harus menilai ulang ekspektasi mereka tentang kinerja perusahaan dalam situasi yang tidak stabil. Akibatnya, terjadi fluktuasi yang signifikan dalam volatilitas saham serta penurunan tingkat pengembalian saham (Wang et al., 2020).

Dalam jangka panjang, dampak negatif risiko geopolitik terhadap return saham syariah pada JII lebih besar dari jangka pendek, yaitu -0.349398 untuk setiap kenaikan risiko geopolitik sebesar satu poin. Efek GPR yang berkelanjutan dapat menghasilkan perubahan struktural dan pergeseran dalam ekonomi makro serta pasar saham. Hal ini juga dapat menyebabkan konsumen menunda konsumsi mereka dan mendorong perusahaan untuk menunda investasi karena motif tabungan pencegahan (Bloom, 2009). Risiko geopolitik yang tinggi akan mengakibatkan penurunan berkelanjutan dalam aktivitas riil, pengembalian saham yang lebih rendah, dan pergeseran aliran modal menuju negara-negara ekonomi maju serta menjauh dari negara-negara ekonomi berkembang (Caldara & Iacoviello, 2018).

Risiko geopolitik selanjutnya mempengaruhi pembiayaan eksternal dengan memperlebar asimetri informasi antara perusahaan dan investor. Peningkatan risiko geopolitik akan berdampak lebih besar pada pemilik ekuitas asing yang lebih responsif terhadap peristiwa krisis yang tidak terduga dan sering kali memindahkan investasinya ke pasar yang dianggap lebih aman dalam proses diversifikasi spasial daripada diversifikasi antar waktu seperti halnya pinjaman bank (Allen & Gale, 2000). Fenomena *flight to quality* ini sangat mempengaruhi ekonomi negara berkembang seperti Indonesia, yang cenderung lebih rentan terhadap kenaikan biaya modal akibat kekurangan modal domestik. Dengan meningkatnya ketidakpastian tentang profitabilitas masa depan perusahaan, risiko geopolitik berkontribusi terhadap peningkatan pembiayaan eksternal dengan meningkatkan risiko gagal bayar (Gilchrist et al., 2014) atau premi risiko ekuitas (Pástor & Veronesi, 2013).

Hasil penelitian ini sejalan dengan beberapa penelitian terdahulu seperti penelitian yang dilakukan oleh Yang & Yang (2021) menemukan bahwa risiko geopolitik secara signifikan memiliki dampak negatif terhadap *return* saham. Hoque & Zaidi (2020) menemukan bahwa GPR spesifik negara secara negatif mempengaruhi *return* pasar saham di Brazil, Indonesia, Afrika Selatan, dan Turki. Dampak

GPR terhadap pengembalian pasar saham dapat dijelaskan dengan beberapa cara. Pertama, sebagai bentuk ketidakpastian, GPR dapat menunda keputusan konsumsi dan investasi. Kedua, perusahaan menjadi rentan terhadap biaya yang lebih tinggi karena GPR menghambat perdagangan dan investasi global serta menggeser globalisasi menjadi regionalisasi. Efek negatif ini dapat mempengaruhi arus kas masa depan perusahaan dan melemahkan kinerja saham. Selain itu, Ndako et al. (2021) menemukan bahwa volatilitas return saham syariah di Indonesia dan Malaysia rentan terhadap risiko geopolitik dengan pengaruh yang lebih besar di Indonesia dibandingkan dengan Malaysia. Salisu et al. (2022) menemukan bahwa risiko geopolitik memiliki dampak signifikan terhadap volatilitas pasar saham di negara-negara berkembang, risiko geopolitik yang lebih tinggi memiliki kecenderungan untuk meningkatkan volatilitas pasar negara berkembang. Hal ini menunjukkan bahwa peristiwa geopolitik dapat meningkatkan ketidakstabilan di pasar saham.

Hubungan Jangka Pendek dan Jangka Panjang Ketidakpastian Kebijakan Ekonomi Terhadap Return Saham Syariah Pada JII

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi memiliki dampak yang signifikan terhadap return JII, namun hanya dalam jangka panjang. EPU adalah indeks yang mengukur ketidakpastian kebijakan ekonomi di seluruh dunia dengan menggunakan jumlah artikel berita yang membahas ketidakpastian kebijakan ekonomi, fiskal, dan moneter di berbagai negara (Baker et al., 2016). Ada berbagai saluran yang dilalui EPU untuk mempengaruhi pasar saham. Pertama, EPU dapat menyebabkan perusahaan dan agen ekonomi lainnya menunda dan mengubah keputusan penting seperti investasi, lapangan kerja, tabungan, dan konsumsi (Gulen & Ion, 2016). Kedua, EPU juga dapat meningkatkan biaya produksi dan keuangan yang mempengaruhi sisi permintaan dan penawaran serta mempercepat divestasi atau bahkan menyebabkan resesi ekonomi (Arouri et al., 2016). Di sisi permintaan, konsumen akan mengkonsumsi barang yang kurang tahan lama (Carrol, 1997) dan bisnis dapat menyerah dari proyek atau menyebabkan permintaan investasi yang lebih rendah (Christou et al., 2017). Karena kemungkinan kelemahan ekonomi ini, harga pasar saham sering jatuh. Ketiga, EPU dapat meningkatkan risiko di pasar keuangan khususnya dengan mengurangi nilai perlindungan yang diberikan oleh pemerintah untuk pasar. Terakhir, EPU juga dapat mempengaruhi suku bunga, inflasi, dan premi risiko yang diharapkan dapat menyebabkan pengembalian yang lebih rendah dan volatilitas yang lebih tinggi di pasar saham (Pastor & Veronesi, 2012).

Dalam jangka pendek, ketidakpastian kebijakan ekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham syariah pada JII. Hal ini disebabkan oleh beberapa faktor, yaitu yang pertama, performa saham syariah masih lebih baik dibandingkan dengan kinerja saham konvensional sehingga relatif lebih tahan terhadap guncangan eksternal seperti ketidakpastian kebijakan ekonomi (Salisu & Shaik, 2022). Kedua, pemerintah merespons peningkatan ketidakpastian dengan mengadopsi kebijakan stimulus, seperti pemotongan suku bunga dan pengeluaran fiskal untuk mendorong pertumbuhan ekonomi serta menjaga stabilitas pasar modal, termasuk pasar modal syariah. Kebijakan ini dapat meningkatkan permintaan dan mendorong kenaikan harga saham, terutama pada sektor-sektor yang sensitif terhadap perubahan suku bunga (Istiak & Serletis, 2020). Selain itu, karakteristik psikologis investor di pasar saham syariah seperti *holding period* yang cenderung lebih panjang dan fokus pada fundamental perusahaan dapat menjelaskan mengapa ketidakpastian kebijakan ekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* JII dalam jangka pendek. Investor syariah yang berorientasi jangka panjang dan fokus pada fundamental perusahaan cenderung kurang reaktif terhadap fluktuasi pasar jangka pendek yang dipicu oleh ketidakpastian kebijakan.

Sedangkan dalam jangka panjang, ketidakpastian kebijakan ekonomi memberikan dampak negatif signifikan terhadap *return* JII. Hal ini disebabkan oleh akumulasi efek negatif dari berbagai kebijakan pemerintah. Ketidakpastian kebijakan ekonomi dapat memicu investor untuk menjadi lebih hati-hati dan cenderung menjual saham mereka, sehingga menurunkan harga saham. Perubahan dalam kebijakan ekonomi negara-negara maju di dunia seperti Amerika membuat arah perkembangan ekonomi global menjadi tidak dapat diprediksi (Saleh et al., 2019). Kondisi tersebut dapat memicu perlambatan pertumbuhan ekonomi global karena meningkatkan kehati-hatian dari seluruh negara di dunia, terutama negara-negara berkembang. Di masa meningkatnya ketidakpastian ekonomi dan keuangan, investor secara alami mencari aset yang aman dan mendiversifikasi portofolio untuk melindungi nilai investasi (Albuquerque et al., 2022). Hal ini menunjukkan bahwa investor lebih khawatir tentang dampak jangka panjang ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap nilai investasi mereka.

Dampak negatif signifikan ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap *return* JII dalam jangka panjang juga dapat dijelaskan melalui beberapa mekanisme. Pertama, ketidakpastian tersebut menciptakan sentimen negatif di pasar yang mendorong investor untuk bersikap *wait and see* atau bahkan menarik investasi mereka, sehingga menekan *return*. Kedua, ketidakpastian yang berkepanjangan meningkatkan risiko sistemik di pasar keuangan, meningkatkan volatilitas dan menurunkan *return*. Ketiga, meskipun fundamental perusahaan mungkin tahan dalam jangka pendek, dampak jangka panjang dari ketidakpastian kebijakan terhadap kinerja ekonomi secara keseluruhan akan berimbas pada kinerja keuangan perusahaan dan pada akhirnya, berimbas juga pada *return*. Dengan kata lain, dampak kumulatif dari sentimen negatif, peningkatan risiko sistemik, dan penurunan kinerja fundamental perusahaan secara bertahap menekan *return* dalam jangka panjang.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya. Adam et al. (2022) menemukan bahwa ketidakpastian kebijakan ekonomi global (GEPU) memiliki efek negatif pada sebagian besar *return* saham syariah. Kannadhasan & Das (2020), menemukan bahwa EPU memiliki hubungan negatif yang konsisten di seluruh kuantil distribusi *return* saham. Arouri et al. (2016) menemukan bahwa peningkatan EPU menyebabkan penurunan *return* saham yang signifikan, dan efek ini menjadi lebih kuat dan bertahan selama periode volatilitas yang tinggi. Selain itu, Baker et al. (2016) menunjukkan bahwa peningkatan EPU dikaitkan dengan peningkatan dalam volatilitas harga saham tingkat perusahaan di AS. Hal ini karena EPU yang lebih tinggi menyiratkan lingkungan bisnis yang lebih tidak stabil di masa mendatang. Ketidakpastian tersebut dapat menghentikan kebutuhan investasi perusahaan (Bernanke, 1983; McDonald & Siegel, 1986) dan pengeluaran konsumen (Cxxi & Carroll, 1997). Lebih jauh, ketidakpastian tersebut juga menyebabkan biaya perekrutan tenaga kerja melonjak, yang melemahkan produktivitas perusahaan (Bloom, 2009). Efek negatif tersebut dapat mengurangi prospek bisnis dan laba saham. Selain itu, ketidakpastian ekonomi yang tinggi juga menyebabkan *flight-to-safety*, yaitu fenomena yang menggambarkan situasi di mana investor mengalihkan portofolionya dari aset berisiko tinggi seperti saham ke aset yang lebih aman. Fenomena seperti itu akan menyebabkan pasar saham berfluktuasi dan meningkatkan volatilitas pasar saham yang berujung pada penurunan *return* saham.

V. SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian tentang pengaruh risiko geopolitik dan ketidakpastian kebijakan ekonomi terhadap *return* saham syariah pada Jakarta Islamic Index (JII) periode 2018-2023, dapat ditarik kesimpulan bahwa risiko geopolitik terbukti berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham syariah pada JII baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang pada tingkat signifikansi 5%, dengan koefisien masing-masing sebesar -0.245721 dan -0.349398. Ketidakpastian dari peristiwa geopolitik yang sulit diprediksi dapat merugikan sentimen investor, menyebabkan penundaan keputusan investasi, serta meningkatkan kehati-hatian investor terhadap perubahan pasar. Dampak jangka panjangnya lebih besar karena risiko geopolitik yang bertahan lama dapat menciptakan perubahan struktural dalam ekonomi makro dan pasar saham, menekan aktivitas riil, menurunkan *return* saham, serta mendorong aliran modal keluar ke negara-negara maju. Selain itu, meningkatnya risiko gagal bayar dan premi risiko ekuitas memperberat tekanan pada pasar saham syariah, menjadikannya tantangan investasi dalam jangka panjang.

Sementara itu, ketidakpastian kebijakan ekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham syariah pada JII dalam jangka pendek, tetapi memiliki pengaruh negatif dan signifikan dalam jangka panjang dengan koefisien -0.000389. Hal ini disebabkan oleh fundamental saham yang terdaftar di JII yang kuat dan profil risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan saham konvensional sehingga lebih tahan terhadap guncangan eksternal seperti ketidakpastian kebijakan ekonomi global. Selain itu, respon pemerintah dalam menghadapi peningkatan ketidakpastian dengan menerapkan langkah-langkah stimulus seperti pemotongan suku bunga dan pengeluaran fiskal dapat merangsang permintaan dan menaikkan harga saham. Selanjutnya, karakteristik investor syariah yang cenderung berorientasi jangka panjang dan kurang reaktif terhadap volatilitas pasar, menjelaskan mengapa dampak ketidakpastian kebijakan ekonomi tidak terlihat dalam jangka pendek. Namun, dalam jangka panjang, akumulasi ketidakpastian kebijakan ekonomi dapat memicu sentimen negatif, meningkatkan risiko sistemik di pasar keuangan, dan memperburuk volatilitas sehingga menekan *return* saham syariah pada

JII.

KONTRIBUSI PENULIS

Konseptualisasi, N.A.; metodologi, N.A.; perangkat lunak, N.A.; validasi, N.A., dan I.M.; analisis formal, N.A.; investigasi, N.A.; sumber daya, N.A.; kurasi data, N.A.; penulisan – persiapan draf asli, N.A.; penulisan – tinjauan dan penyuntingan, N.A.; visualisasi, N.A.; supervisi, I.M. Seluruh penulis telah membaca dan menyetujui versi akhir naskah yang dipublikasikan.

PENDANAAN

Penelitian ini tidak menerima pendanaan eksternal.

PERNYATAAN PERSETUJUAN YANG DIINFORMASIKAN

Tidak berlaku.

PERNYATAAN KETERSEDIAAN DATA

Data yang mendukung temuan penelitian ini tersedia berdasarkan permintaan kepada penulis korespondensi [N.A].

KONFLIK KEPENTINGAN

Para penulis menyatakan tidak memiliki konflik kepentingan.

UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis mengucapkan terima kasih kepada Bapak Prof. Imron Mawardi atas bimbingan, arahan, dan dukungan yang telah diberikan selama proses penyusunan skripsi ini, sehingga penelitian dapat terselesaikan dengan baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, N., Sidek, N. Z. M., & Sharif, A. (2022). The impact of global economic policy uncertainty and volatility on stock markets: evidence from islamic countries. *Asian Economic and Financial Review*, 12(1), 15–28. <https://doi.org/10.18488/5002.v12i1.4400>
- Agoraki, M. E. K., Kouretas, G. P., & Laopodis, N. T. (2022). Geopolitical risks, uncertainty, and stock market performance. *Economic and Political Studies*, 10(3), 253–265. <https://doi.org/10.1080/20954816.2022.2095749>
- Allen, F., & Gale, D. (2000). Financial contagion. *Journal of Political Economy*, 108(1), 1–33. <https://doi.org/10.1086/262109>
- Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. *Journal of Economic Asymmetries*, 20. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2019.e00133>
- Apergis, E., & Apergis, N. (2016). The 11/13 Paris terrorist attacks and stock prices: The case of the international defense industry. *Finance Research Letters*, 17, 186–192. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.002>
- Arouri, M., Estay, C., Rault, C., & Roubaud, D. (2016). Economic policy uncertainty and stock markets: Long-run evidence from the US. *Finance Research Letters*, 18, 136–141. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.04.011>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., & Renault, T. (2021). *Twitter-Derived Measures of Economic Uncertainty*. https://blog.twitter.com/developer/en_us/topics/tools/2021/enabling-the-future-of-academic-research-with-the-
- Basuki, A. T. dan Imamuddin Yuliadi. (2015). *Ekonometrika Teori & Aplikasi*. Yogyakarta: Mitra Pustaka Nurani.

- Bernanke, B. S. (1983). Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment. In *Source: The Quarterly Journal of Economics* (Vol. 98, Issue 1). <https://www.jstor.org/stable/1885568?seq=1&cid=pdf->
- Bloom, N. (2009). The Impact of Uncertainty Shocks. *Econometrica*, 77(3), 623–685. <https://doi.org/10.3982/ecta6248>
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2016). Manajemen Portofolio dan Investasi. Edisi 9. Jakarta : Salemba Empat.
- Brogaard, J., & Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management Science*, 61(1), 3–18.
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194–1225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2018). Measuring Geopolitical Risk. *International Finance Discussion Paper*, 2018(1222), 1–66. <https://doi.org/10.17016/ifdp.2018.1222>
- Chen, J., Xiao, Z., Bai, J., & Guo, H. (2023). Predicting volatility in natural gas under a cloud of uncertainties. *Resources Policy*, 82. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2023.103436>
- Chowdhury, E. K., Dhar, B. K., & Stasi, A. (2022). Volatility of the US stock market and business strategy during COVID-19. *Business Strategy and Development*, 5(4), 350–360. <https://doi.org/10.1002/bsd2.203>
- Cxii, V., & Carroll, C. D. (1997). *Quarterly journal of economics buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis**. <http://qje.oxfordjournals.org/>
- Gilchrist, S., Sim, J. W., Zakrajšek, E., Campbell, J., Ellison, M., Kiyotaki, N., Smets, F., Palazzo, D., Wang, N., Brittingham, Y. J., Haltenhof, S., Kurtzman, R., & Ziv, O. (2014). *We are grateful to*. <http://www.nber.org/papers/w20038>
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. In *Review of Financial Studies* (Vol. 29, Issue 3, pp. 523–564). Oxford University Press. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Ha, J., Lee, S., & So, I. (2021). The Impact of Uncertainty Shocks: Evidence from Geopolitical Swings on the Korean Peninsula*. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 84(1), 21–56. <https://doi.org/10.1111/obes.12456>
- Hammoudeh, S., Kim, W. J., & Sarafrazi, S. (2016). Sources of Fluctuations in Islamic, U.S., EU, and Asia Equity Markets: The Roles of Economic Uncertainty, Interest Rates, and Stock Indexes. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(5), 1195–1209.
- Harto, P. P., Yasni, M. G., & Wibowo, H. (2020). Pengantar Pasar Modal Syariah Indonesia, Jakarta: Salemba Empat, 2020.
- Hoque, M. E., Soo Wah, L., & Zaidi, M. A. S. (2019). Oil price shocks, global economic policy uncertainty, geopolitical risk, and stock price in Malaysia: Factor augmented VAR approach. *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, 32(1), 3701–3733. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1675078>
- Huda, N., & Nasution, M. E. (2014). Investasi pada Pasar Modal Syariah. Jakarta: Kencana Prenadamedia Group.
- Istiak, K., & Serletis, A. (2020). Risk, uncertainty, and leverage. *Economic Modelling*, 91, 257–273. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.06.010>
- Kannadhasan, M., & Das, D. (2020). Do Asian emerging stock markets react to international economic policy uncertainty and geopolitical risk alike? A quantile regression approach. *Finance Research Letters*, 34. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.08.024>
- Kuncoro, Mudrajat (2011), Metode Kuantitatif, Teori dan Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Mcdonald, R., & Siegel, D. (1986). *The value of waiting to invest**. <http://qje.oxfordjournals.org/>
- Ndako, U. B., Salisu, A. A., & Ogunsiji, M. O. (2021). Geopolitical Risk and the Return Volatility of Islamic Stocks in Indonesia and Malaysia: A GARCH-MIDAS Approach. *Asian Economics Letters*, 2(3). <https://doi.org/10.46557/001c.24843>
- Nugroho, R. Y. Y. (2009). Analisis Faktor-Faktor Penentu Pembiayaan Perbankan Syariah Di Indonesia: Aplikasi Model Vector Error Correction. Tesis. Bogor: Institut Pertanian Bogor.
- Nugroho, S. W., Nugroho, S., & Rizal, J. (2016). Analisis Indeks Harga Saham Gabungan dengan Pendekatan Vector Error Correction Model (VECM). Universitas Bengkulu, 1980, 10.
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about Government Policy and Stock Prices. *Journal of*

- Finance*, 67(4), 1219–1264. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x>
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520–545. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>
- Rusydiana, Aam Slamet. 2009. Hubungan antara Perdagangan Internasional, Pertumbuhan Ekonomi dan Perkembangan Industri Keuangan Syariah di Indonesia. *Islamic Finance and Business Review*, Vol. 4 No. 1.
- Sahin, E. E., & Arslan, H. (2021). *Muhasebe ve Finansman Dergisi-Ocak 2021 An Analysis of the Effects of Geopolitical Risks on Stock Returns and Exchange Rates Using a Nonparametric Method* *.
- Salisu, A. A., Ogbonna, A. E., Lasisi, L., & Olaniran, A. (2022). *Geopolitical risk and stock market volatility in emerging markets: A GARCH-MIDAS approach*. <https://journalnow.com/business/investment/personal-finance/the-russia-ukraine-conflict-is-rattling-the-stock->
- Salisu, A. A., & Shaik, M. (2022). Islamic Stock indices and COVID-19 pandemic. *International Review of Economics and Finance*, 80, 282–293. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.073>
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal Dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga
- Shi, Y. (2022). What influences stock market co-movements between China and its Asia-Pacific trading partners after the Global Financial Crisis? *Pacific Basin Finance Journal*, 72. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101722>
- Sohag, K., Vasilyeva, R., Urazbaeva, A., & Voytenkov, V. (2022). Stock Market Synchronization: The Role of Geopolitical Risk. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(5). <https://doi.org/10.3390/jrfm15050204>
- Soemitra, A. (2009). *Bank dan Lembaga Keuangan syariah*. Jakarta: Kencana Prenadamedia Group.
- Sri, H. E. D. A. (2020). *Teori Portofolio dan Pasar Modal Indonesia*. Surabaya: Scopindo Media Pustaka
- Sutedi, Adrian. (2011). *Pasar Modal Syariah Sarana Investasi Keuangan Berdasarkan Prinsip Syariah*. Jakarta : Sinar Grafika
- Wang, W., Su, C., & Duxbury, D. (2022). The conditional impact of investor sentiment in global stock markets: A two-channel examination. *Journal of Banking and Finance*, 138. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106458>
- Wu, J. F., Zhang, C., & Chen, Y. (2022). Analysis of risk correlations among stock markets during the COVID-19 pandemic. *International Review of Financial Analysis*, 83. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102220>
- Xiong, X., Bian, Y., & Shen, D. (2018). The time-varying correlation between policy uncertainty and stock returns: Evidence from China. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 499, 413–419. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2018.02.034>
- Yang, J., & Yang, C. (2021). The impact of mixed-frequency geopolitical risk on stock market returns. *Economic Analysis and Policy*, 72, 226–240. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2021.08.008>