

Macroeconomic Factors and Islamic Stock Volatility: Evidence from Indonesia

Faktor Makroekonomi dan Volatilitas Saham Syariah: Bukti Empiris dari Indonesia

Rafi Widyadhana¹ , Muhammad Nafik Hadi Ryandono² 

^{1,2}Program Studi Ekonomi Islam, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga, Surabaya, Indonesia
rafi.widyadhana-2021@feb.unair.ac.id*, muhammadnafik@feb.unair.ac.id

ABSTRACT:

This study aims to analyze the influence of macroeconomic variables, namely gold prices, exchange rates, and inflation, on the volatility of Islamic stocks in Indonesia during the period 2013-2023. The research approach uses multiple linear regression method with quarterly data to identify the relationship between these variables on the volatility of Islamic stocks represented by the Jakarta Islamic Index (JII). The results show that gold prices and exchange rates have a positive significant influence on the volatility of Islamic stocks, while inflation shows a complex relationship pattern, depending on specific market conditions. The findings provide important insights for investors and regulators on the dynamics of the Islamic stock market in Indonesia. For investors, this research can help design more effective investment strategies, while for regulators, this research provides guidance for managing the stability of the Islamic capital market. This research is expected to serve as a reference for the development of a sustainable Islamic capital market that is responsive to macroeconomic changes.

Keywords: *Sharia Stock Volatility, Gold Price, Exchange Rate, inflation, Jakarta Islamic Index (JII)*

Article History

Received: 10-05-2025

Revised: 12-10-2025

Accepted: 13-10-2025

Published: 14-10-2025

^{*}Correspondence:

Rafi Widyadhana

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



ABSTRAK:

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi, yaitu harga emas, nilai tukar, dan inflasi, terhadap volatilitas saham syariah di Indonesia selama periode 2013–2023. Pendekatan penelitian menggunakan metode regresi linier berganda dengan data triwulanan untuk mengidentifikasi hubungan antara variabel-variabel tersebut terhadap volatilitas saham syariah yang diwakili oleh Jakarta Islamic Index (JII). Hasil penelitian menunjukkan bahwa harga emas dan nilai tukar memiliki pengaruh signifikan positif terhadap volatilitas saham syariah, sedangkan inflasi menunjukkan pola hubungan yang kompleks, tergantung pada kondisi pasar tertentu. Temuan ini memberikan wawasan penting bagi investor dan regulator tentang dinamika pasar saham syariah di Indonesia. Bagi investor, penelitian ini dapat membantu merancang strategi investasi yang lebih efektif, sementara bagi regulator, penelitian ini memberikan panduan untuk mengelola stabilitas pasar modal syariah. Penelitian ini diharapkan mampu menjadi referensi bagi pengembangan pasar modal berbasis syariah yang berkelanjutan dan responsif terhadap perubahan ekonomi makro.

Kata Kunci: *Volatilitas Saham Syariah, Harga Emas, Nilai Tukar, Inflasi, Jakarta Islamic Index (JII)*

I. PENDAHULUAN

Pasar modal syariah di Indonesia telah mengalami perkembangan yang signifikan dalam beberapa tahun terakhir, didorong oleh meningkatnya minat investor terhadap investasi yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Indeks Saham Syariah Indonesia (JII), yang diluncurkan pada tahun 2011, menjadi salah satu indikator utama pasar modal syariah di Indonesia. JII mencerminkan kinerja saham-saham yang memenuhi kriteria syariah yang ditetapkan oleh Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI). Data dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menunjukkan pertumbuhan jumlah saham syariah yang terdaftar dalam JII dari 293 saham pada tahun 2013 menjadi 442 saham

pada tahun 2023. Selain itu, kapitalisasi pasar saham syariah juga meningkat dari Rp 1,500 triliun pada tahun 2013 menjadi Rp 3,500 triliun pada tahun 2023 (Bursa Efek Indonesia, 2023).

Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa saham syariah cenderung memiliki volatilitas yang lebih rendah dibandingkan saham konvensional, dan indeks harga saham syariah lebih stabil terutama dalam kondisi pasar yang bergejolak. Faktor-faktor makroekonomi seperti harga emas, nilai tukar, dan inflasi juga mempengaruhi volatilitas saham. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi tersebut terhadap volatilitas saham syariah dan konvensional di Indonesia selama periode 2013-2023, serta menguji perbedaan sensitivitas antara kedua jenis saham terhadap variabel-variabel makroekonomi.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi harga emas, nilai tukar, dan inflasi terhadap volatilitas saham syariah dan saham konvensional di Indonesia selama periode 2013-2023. Dengan menggunakan model regresi, penelitian ini akan menguji sejauh mana faktor-faktor makroekonomi tersebut mempengaruhi volatilitas kedua jenis saham, serta apakah terdapat perbedaan signifikan antara saham syariah dan konvensional dalam hal sensitivitas terhadap variabel-variabel makroekonomi. Dalam konteks keuangan syariah, penelitian ini menekankan pentingnya bagi investor untuk mematuhi prinsip-prinsip syariah, termasuk larangan riba dan spekulasi berlebihan, serta pentingnya keadilan dan keseimbangan dalam perdagangan dan investasi seperti yang tercantum dalam Al-Qur'an.

II. STUDI LITERATUR

Investasi Syariah

Investasi syariah adalah investasi yang berdasarkan prinsip-prinsip syariah dan menggunakan instrumen keuangan Islam. Di Indonesia, investasi syariah diperkenalkan oleh PT Danareksa Syariah pada 3 Juli 1997. Manajemen Investasi Danareksa kemudian berkolaborasi dengan Bursa Efek Indonesia untuk membentuk Jakarta Islamic Index (JII) pada tahun 2000. JII adalah panduan bagi investor yang ingin menanamkan modalnya sesuai dengan hukum syariah. Indeks ini menilai 30 perusahaan saham preferen yang dianggap memenuhi ketentuan syariah dan dievaluasi setiap enam bulan, yaitu pada bulan Januari dan Juli.

Menurut Alexander dan Sharpe (1991,7) sebagaimana yang dikutip dalam Nafik (2009, 67) mengemukakan bahwa investasi merupakan pengorbanan nilai tertentu yang berjalan saat ini untuk menghasilkan nilai dimasa yang akan datang yang besarnya belum dapat ditentukan. Pendapat lain tentang investasi syariah yaitu Yogyanto (1998,3) dikutip dari Nafik (2009,67) menjelaskan bahwa investasi merupakan penundaan penggunaan saat ini untuk digunakan dalam kemanafaatannya secara efisien dalam kurun waktu tertentu.

Investasi syariah mengikuti prinsip-prinsip syariah untuk menghindari praktik yang dilarang seperti riba dan maysir, memastikan bahwa investasi dilakukan dengan cara yang halal dan sesuai dengan hukum Islam. Prinsip ini penting untuk menjaga keadilan dan integritas dalam investasi. Investasi dalam saham yang tergolong syariah dapat dilakukan melalui akad musyarakah dan mudharabah. Akad musyarakah biasanya diterapkan pada saham perusahaan privat, sedangkan akad mudharabah lebih umum digunakan untuk saham perusahaan publik. Penetapan saham yang termasuk dalam JII dilakukan oleh Bapepam bekerja sama dengan Dewan Syariah Nasional.

Kriteria syariah yang ditetapkan untuk investasi mencakup sejumlah ketentuan yang bertujuan memastikan kegiatan investasi sesuai dengan prinsip-prinsip Islam. Secara umum, investasi harus menghindari aktivitas usaha yang bertentangan dengan syariah. Hal ini mencakup larangan terhadap kegiatan perjudian dan segala bentuk aktivitas yang terkait dengan judi, serta bisnis yang tidak melibatkan pemberian barang atau jasa nyata, atau yang beroperasi berdasarkan penawaran dan permintaan ilegal. Selain itu, jasa keuangan berbasis riba juga tidak diperbolehkan, seperti bank dan perusahaan pembiayaan yang menggunakan sistem bunga. Investasi syariah juga harus menjauhi praktik jual beli risiko yang mengandung unsur ketidakpastian atau spekulasi berlebihan (maysir dan gharar), misalnya pada asuransi konvensional. Larangan berikutnya mencakup produksi, distribusi, perdagangan, maupun penyediaan barang atau jasa yang haram zatnya, haram bukan karena zatnya sebagaimana ditetapkan oleh DSN-MUI, serta barang atau jasa yang dapat merusak moral atau

menimbulkan mudarat. Terakhir, kegiatan investasi juga tidak boleh melibatkan transaksi yang mengandung unsur suap atau korupsi dalam bentuk apa pun.

Pengaruh Makroekonomi

Ilmu makro ekonomi adalah cabang ilmu ekonomi yang berfokus pada kebijakan dan perilaku ekonomi yang dapat memengaruhi investasi dan konsumsi, neraca perdagangan dan pembayaran, kebijakan fiskal dan moneter, jumlah uang yang beredar, tingkat suku bunga, dan utang negara. Jika keadaan makro ekonomi suatu negara berubah, investor akan mempertimbangkan dampaknya terhadap kinerja bisnis di masa depan sebelum memutuskan untuk membeli atau menjual sahamnya. Akibatnya, harga saham akan berubah, yang pada akhirnya akan berdampak pada indeks pasar modal negara tersebut.

Investasi Saham

Investasi melibatkan alokasi sejumlah dana atau sumber daya dengan harapan untuk mendapatkan manfaat di masa depan. Hal ini dilakukan oleh individu atau kelompok yang berkomitmen pada saat ini untuk meraih keuntungan di masa mendatang. Menurut Sukirno, investasi oleh masyarakat akan terus mendorong pertumbuhan ekonomi, meningkatkan kesempatan kerja, menambah pendapatan negara, dan memperbaiki kesejahteraan masyarakat.

Secara mendasar, investasi dapat dibedakan menjadi dua jenis, yaitu investasi pada aset keuangan dan investasi pada aset riil (Suryomurti, 2011). Tujuan utama dari kegiatan investasi adalah untuk memperoleh keuntungan di masa depan. Namun demikian, setiap investor dapat memiliki tujuan yang berbeda-beda tergantung pada orientasi dan kepentingan masing-masing. Menurut Fahmi dan Hadi (2009), terdapat beberapa tujuan umum yang mendorong investor dalam melakukan investasi, antara lain menciptakan keberlanjutan investasi, memaksimalkan profit atau keuntungan yang diharapkan, meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, serta berkontribusi terhadap pembangunan bangsa.

Iman berpendapat bahwa saham adalah surat berharga yang memberikan peluang keuntungan yang tinggi, tetapi juga disertai dengan risiko yang tinggi. Investasi dalam saham menunjukkan bahwa investor menjadi pemilik sebagian dari perusahaan, tergantung pada jumlah dana yang diinvestasikan. Investor berhak mendapatkan keuntungan dari saham yang dimilikinya melalui setiap proses bisnis perusahaan. Saham tersebut dapat diperjualbelikan di bursa efek jika saham tersebut sudah terdaftar di sana.

Investasi saham melibatkan komitmen modal untuk memperoleh manfaat di masa depan, sesuai dengan prinsip bahwa setiap tindakan harus dilandasi iman dan pertimbangan yang baik. Seperti halnya dalam berinvestasi, keputusan investasi perlu diambil dengan hati-hati dan merujuk pada prinsip-prinsip yang benar. Aset keuangan melibatkan kegiatan pemodal dalam lembaga keuangan seperti bank dan pasar modal. Contoh dari aset keuangan termasuk deposito, saham, dan obligasi syariah. Sebaliknya, aset riil melibatkan kegiatan pemodal dalam bentuk aset berwujud yang dapat dilihat, dirasakan, dan memiliki bentuk fisik yang jelas, seperti properti, tanah, dan logam mulia. Kedua jenis permodalan ini memperhitungkan tingkat pengembalian (return) dan kondisi ketidakpastian, yang berarti ada risiko di masa depan. Tujuan dasar dari permodalan adalah untuk memperoleh keuntungan di masa depan.

Dengan berinvestasi dalam saham, investor menjadi pemilik perusahaan tertentu berdasarkan jumlah dana yang mereka investasikan. Sebagai pemilik saham, investor berhak atas keuntungan yang diperoleh perusahaan dari setiap proses bisnisnya. Jika perusahaan tersebut menerbitkan saham secara publik, saham tersebut dapat diperdagangkan di bursa saham. Di bursa saham, perusahaan yang menjual sahamnya dapat berasal dari berbagai sektor, termasuk perusahaan jasa, perusahaan dagang, dan perusahaan manufaktur.

Secara umum, terdapat dua jenis saham yang dimiliki oleh perusahaan, yaitu saham biasa dan saham preferen. Saham biasa merupakan jenis saham yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk menerima dividen dan bagian dari aset perusahaan setelah seluruh kewajiban dilunasi pada saat likuidasi. Pemegang saham biasa tidak memiliki hak istimewa, sehingga apabila perusahaan tidak menghasilkan keuntungan, mereka tidak akan menerima dividen. Meskipun demikian, pemegang saham biasa memiliki hak suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dengan ketentuan satu saham mewakili satu suara. Selain itu, tanggung jawab pemegang saham biasa terbatas pada

jumlah saham yang dimilikinya, dan mereka berhak mengalihkan kepemilikan saham tersebut kepada pihak lain.

Sementara itu, saham preferen merupakan jenis saham yang memiliki karakteristik gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena memberikan pendapatan tetap seperti bunga obligasi. Pemegang saham preferen memiliki hak atas pembagian dividen tetap serta klaim terhadap pendapatan dan aset perusahaan yang didahulukan dibandingkan pemegang saham biasa. Saham preferen juga dapat memiliki hak penebusan dan dalam beberapa kasus dapat dikonversi menjadi saham biasa. Keunggulan utama saham preferen adalah tingkat keamanannya yang lebih tinggi, karena pemegangnya memperoleh prioritas dalam pembagian dividen dan aset perusahaan. Namun, kelemahannya terletak pada tingkat likuiditas yang lebih rendah, sebab saham preferen umumnya lebih sulit diperjualbelikan di pasar karena jumlahnya yang terbatas.

Kinerja Saham

Saham biasa, yang saat ini menjadi salah satu instrumen pasar keuangan yang populer, adalah pilihan bagi perusahaan untuk memperoleh dana. Saham biasa juga diartikan sebagai bukti partisipasi individu atau badan usaha dalam sebuah perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal, pemegang saham berhak atas pendapatan perusahaan, aset perusahaan, dan hak untuk berpartisipasi dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Saham ini berupa selembar kertas yang menjelaskan bahwa pemiliknya memiliki bagian dari perusahaan tersebut.

Pemegang saham biasa adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan sekuritas ini, dengan bagian kepemilikan yang bergantung pada jumlah investasi yang mereka tanamkan. Investasi saham dibagi menjadi dua jenis: investasi jangka panjang dan investasi jangka pendek. Investor, baik yang berinvestasi untuk jangka pendek maupun panjang, harus mengevaluasi kinerja saham perusahaan yang akan dibeli untuk mendapatkan pengembalian investasi yang memuaskan. Kinerja saham merupakan bagian dari evaluasi kinerja perusahaan, yang diukur melalui nilai saham yang beredar di pasar modal. Evaluasi kinerja perusahaan dapat dilakukan dengan melihat pendapatan sahamnya selama periode tertentu. Selain itu, investor juga dapat menggunakan imbal hasil saham untuk mengevaluasi kinerja saham dan kemudian memutuskan apakah akan membeli saham tersebut.

Volatilitas

Volatilitas adalah istilah yang sering ditemukan dalam investasi saham atau valuta asing. Ini menggambarkan perubahan statistik pada harga sekuritas dalam periode tertentu. "Volatile" mengacu pada kondisi yang tidak stabil, sulit diprediksi, dan cenderung bervariasi (Juanda, 2021). Volatilitas adalah ukuran statistik dari perubahan harga komoditas selama periode tertentu, yang dapat diukur menggunakan standar deviasi. Tingkat volatilitas yang tinggi juga mencerminkan tingkat ketidakpastian yang tinggi mengenai pengembalian yang akan diperoleh (Mukmin & Firmansyah, 2020). Volatilitas menunjukkan jenis risiko yang dihadapi investor di pasar keuangan karena menggambarkan tingkat perubahan harga saham.

Volatilitas menunjukkan ketidakpastian dalam pasar. Seperti dalam ayat ini, penting untuk memahami dan memikirkan setiap aspek dalam investasi, termasuk risiko volatilitas, agar keputusan yang diambil dapat memperhitungkan ketidakpastian dan kebutuhan akan strategi yang baik. Di industri keuangan, terutama pasar modal, perusahaan syariah menghindari praktik-praktik yang dilarang seperti perjudian (maysir), ketidakpastian (gharar), bunga (riba), dan ketidakadilan (Setiawan, 2017). Berdasarkan prinsip muammalah, ekuitas syariah memiliki tingkat risiko yang relatif rendah karena prinsip ini dirancang untuk mengurangi kemungkinan gagal bayar. Penelitian oleh Ahmad dan Albaity (Chaidir et al., 2019) menunjukkan bahwa pasar modal syariah lebih tahan terhadap krisis dibandingkan pasar modal konvensional karena memiliki volatilitas yang lebih rendah dan kemampuan penyesuaian yang baik terhadap gangguan eksternal. Hal ini membuat investasi di pasar modal syariah lebih aman dari krisis.

Penelitian oleh Sholihah dan Asandimitra (2017) menggunakan metode Sharpe, Tryenor, dan Jensen menemukan bahwa kinerja indeks JII lebih baik secara signifikan dibandingkan IHSG. Peraturan perdagangan efek dan jenis penawaran umum di pasar modal syariah mendukung kinerja JII. Mukmin dan Firmansyah (2020) dengan model ARCH/GARCH, serta Binangkit dan Savitri (2016) dengan pendekatan Single Index Model, menunjukkan bahwa risiko volatilitas IHSG lebih tinggi dibandingkan JII. Kinerja saham syariah diyakini memiliki kapasitas signifikan untuk terus

berkembang meski perekonomian melambat, dan saham berbasis syariah dianggap lebih tahan terhadap krisis dibandingkan saham konvensional.

Penelitian oleh Widodo dan Suryanto (2021) menggunakan model EGARCH menemukan bahwa tidak ada perbedaan volatilitas antara indeks return saham syariah dan konvensional. Penelitian oleh Tendeau et al. (2019) juga mendukung temuan ini, dengan hasil uji Independent Sample T-test yang menunjukkan tidak ada perbedaan signifikan secara statistik antara risiko surat berharga di JII dan Indeks LQ45. Meskipun investor menginvestasikan uangnya pada kedua jenis saham tersebut, mereka akan menghadapi risiko yang sama, dengan perbedaan utama bahwa saham JII didasarkan pada prinsip syariah.

Nilai Tukar

Nilai tukar adalah perbandingan harga antara dua mata uang yang diukur dalam satu mata uang lainnya. Kurs ini juga merupakan indikator makroekonomi yang penting dan berpengaruh terhadap harga saham serta kinerja ekonomi secara keseluruhan (Cahyaningdyah & Ressany, 2012). Biasanya, nilai tukar diungkapkan sebagai jumlah mata uang asing yang diperlukan untuk membeli satu unit mata uang domestik, atau sebaliknya, jumlah mata uang domestik yang dibutuhkan untuk membeli satu unit mata uang asing. Proses penentuan nilai tukar ini dikenal sebagai rezim nilai tukar (Abdulakeem, 2019).

Nilai tukar mencerminkan dinamika ekonomi dan perdagangan antar negara, yang merupakan bagian dari tanda-tanda kekuasaan Allah dalam menciptakan dan mengatur segala sesuatu. Pemahaman tentang nilai tukar membantu investor dan ekonom memahami pengaruh makroekonomi dalam pasar global. Dalam penelitian ini, indikator kurs yang digunakan adalah kurs JISDOR, karena memberikan referensi harga pasar yang representatif untuk transaksi spot USD/IDR di pasar valuta asing Indonesia. JISDOR merepresentasikan harga spot USD/IDR yang dihitung berdasarkan rata-rata tertimbang dari volume transaksi antar bank di pasar valuta asing Indonesia (www.bi.go.id).

Terdapat tiga faktor utama yang mempengaruhi permintaan valuta asing (Suseno & Astiyah, 2009). Pertama, pembayaran impor barang dan jasa, dimana peningkatan impor akan meningkatkan permintaan valuta asing, yang cenderung melemahkan nilai tukar rupiah. Kedua, aliran modal keluar, di mana semakin besar aliran modal keluar, semakin tinggi pula permintaan valuta asing, yang dapat menurunkan nilai tukar. Ketiga, spekulasi valuta asing, yang jika meningkat, akan menambah permintaan valuta asing dan melemahkan kurs.

Sementara itu, penawaran valuta asing dipengaruhi oleh dua faktor utama. Pertama, penerimaan dari hasil ekspor, dimana semakin besar volume penerimaan ekspor, semakin banyak valuta asing yang dimiliki negara, sehingga nilai tukar rupiah cenderung menguat. Kedua, aliran modal masuk, yang jika meningkat, juga akan menguatkan kurs (Suseno & Astiyah, 2009).

Inflasi

Menurut Chakimatuzzahroh & Witiastuti (2018), inflasi merupakan proses peningkatan harga-harga yang terjadi melalui mekanisme pasar dalam suatu perekonomian. Karya & Syamsuddin (2016) mendefinisikan inflasi sebagai keadaan di mana harga-harga barang secara umum terus meningkat dalam suatu perekonomian. Tingkat inflasi juga dapat mempengaruhi harga saham dan berdampak pada permintaan saham (Ardana, 2016).

Inflasi mempengaruhi daya beli dan pendapatan, dan harus dipertimbangkan dalam setiap keputusan ekonomi. Seperti dalam ayat ini, penting untuk memahami bagaimana inflasi mempengaruhi ekonomi dan membuat keputusan yang baik berdasarkan pemahaman tersebut. Laju inflasi dapat memengaruhi pajak pendapatan atau keuntungan yang dikenakan oleh pemerintah, baik pada individu maupun badan usaha, yang umumnya bersifat progresif. Pajak biasanya dikenakan pada pendapatan atau laba nominal. Dengan inflasi, peningkatan pendapatan atau laba tidak mencerminkan peningkatan daya beli yang sesungguhnya, karena sebagian dari pendapatan atau laba tersebut telah tergerus oleh inflasi (Suseno & Astiyah, 2009).

Rodoni dan Ali (2010) menjelaskan bahwa terdapat dua indikator utama yang digunakan untuk mengukur tingkat inflasi. Pertama, Indeks Harga Konsumen (IHK), yaitu indikator umum yang menggambarkan pergerakan harga barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat. Perubahan IHK dari waktu ke waktu mencerminkan fluktuasi harga atas paket barang dan jasa yang menjadi kebutuhan

pokok konsumen. Kedua, Indeks Harga Perdagangan Besar (IHPB), yang mengukur pergerakan harga berbagai komoditas yang diperdagangkan di suatu wilayah. Dengan demikian, kedua indikator ini memberikan gambaran menyeluruh mengenai dinamika perubahan harga, baik dari sisi konsumen maupun dari sisi perdagangan besar.

Dalam penelitian ini, inflasi diukur menggunakan Indeks Harga Konsumen (IHK) sebagaimana digunakan oleh Nguyen (2011). Perubahan IHK mencerminkan pergerakan harga barang dan jasa yang dikonsumsi masyarakat dari waktu ke waktu. Paket barang dan jasa yang menjadi dasar perhitungan IHK ditentukan melalui Survei Biaya Hidup (SBH) yang dilakukan oleh Badan Pusat Statistik (BPS). Menurut Karya dan Syamsuddin (2016), terdapat dua faktor utama penyebab inflasi, yaitu faktor permintaan (demand) dan penawaran (supply).

Inflasi tarikan permintaan (demand-pull inflation) terjadi ketika permintaan total dalam perekonomian meningkat secara berlebihan, sering kali akibat melimpahnya likuiditas di pasar. Kondisi ini mendorong peningkatan permintaan terhadap barang dan jasa, yang kemudian diikuti oleh peningkatan permintaan terhadap faktor-faktor produksi. Akibatnya, harga faktor produksi ikut naik dan mendorong inflasi secara keseluruhan.

Sementara itu, inflasi desakan biaya (cost-push inflation) muncul akibat gangguan pada sisi produksi atau distribusi, meskipun permintaan secara keseluruhan tidak mengalami peningkatan yang berarti. Ketidaklancaran distribusi atau penurunan jumlah barang yang tersedia dibandingkan dengan permintaan normal menyebabkan harga naik sesuai dengan hukum penawaran dan permintaan. Fenomena ini sering kali disebabkan oleh masalah teknis dalam proses produksi maupun distribusi, di mana kondisi infrastruktur memegang peranan penting dalam menentukan kelancaran arus barang dan jasa di pasar.

Harga Emas

Emas adalah salah satu alat tukar yang digunakan secara global. Standar harga emas yang dikenal sebagai London Gold Fixing adalah acuan harga emas yang umum diterima di seluruh dunia (Mushair et al., 2020). Emas juga dikenal sebagai bentuk uang sepanjang sejarah, dengan nilai yang relatif stabil. Pemerintah di berbagai negara sering kali mengendalikan nilai mata uang kertas mereka dengan mempengaruhi pasokan emas di pasar (Afendi, 2017).

Harga emas sebagai aset yang berharga dan stabil perlu dipertimbangkan dalam konteks investasi. Seperti halnya Allah yang mengetahui segala sesuatu, pemahaman mendalam tentang harga emas dan faktor yang mempengaruhinya penting dalam strategi investasi. Dalam penetapan harga emas, mata uang yang digunakan adalah Dolar Amerika Serikat, Poundsterling Inggris, dan Euro. Harga yang dijadikan patokan untuk kontrak emas global adalah harga penutupan atau Gold P.M. (Afendi, 2017). Harga emas sering mencerminkan ekspektasi terhadap inflasi. Emas menjadi pilihan ketika nilai mata uang kertas menurun. Sementara inflasi mengurangi nilai mata uang kertas, harga emas tetap relatif stabil (Tanuwidjaja, 2009). Dengan meningkatnya inflasi, harga emas di Indonesia cenderung mengalami kenaikan yang signifikan.

Investor cenderung memilih investasi dengan imbal hasil tinggi meskipun dengan risiko tertentu. Berinvestasi di pasar modal biasanya lebih berisiko dibandingkan dengan investasi emas, yang umumnya memberikan pengembalian lebih tinggi. Di Indonesia, terdapat salah satu tambang emas terbesar di dunia yang terletak di Tembagapura, Papua, yang dikelola oleh PT Freeport Indonesia (www.kompas.com). Emas termasuk dalam kategori investasi risiko menengah, yang memiliki risiko relatif tinggi namun menawarkan keuntungan yang jauh lebih besar dibandingkan dengan investasi di bank atau deposito (Dipraja, 2011).

Hipotesis

Volatilitas saham merupakan salah satu faktor penting yang memengaruhi keputusan investasi. Dalam konteks pasar modal Indonesia, volatilitas saham syariah menjadi perhatian khusus bagi investor yang ingin mengelola risiko investasi mereka dengan lebih baik. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi dan menganalisis pengaruh faktor-faktor makroekonomi, yaitu harga emas, nilai tukar, dan inflasi, terhadap volatilitas saham syariah di Indonesia selama periode 2013-2023. Melalui pendekatan analisis regresi, penelitian ini juga berupaya untuk memahami perbedaan signifikan antara kedua jenis saham tersebut dalam menanggapi perubahan kondisi ekonomi makro.

H1: Harga emas memiliki pengaruh terhadap volatilitas saham syariah yang terdaftar dalam Jakarta Islamic Index (JII) selama periode 2013-2023.

H2: Nilai tukar (IDR/USD) memiliki pengaruh terhadap volatilitas saham syariah yang terdaftar dalam Jakarta Islamic Index (JII) selama periode 2013-2023.

H3: Inflasi (IDR/USD) memiliki pengaruh terhadap volatilitas saham syariah yang terdaftar dalam Jakarta Islamic Index (JII) selama periode 2013-2023.

H4: Terdapat perbedaan dalam pengaruh faktor-faktor makroekonomi (harga emas, nilai tukar, dan inflasi) terhadap volatilitas saham syariah (JII) selama periode 2013-2023.

H5: Tidak terdapat perbedaan dalam pengaruh faktor-faktor makroekonomi (harga emas, nilai tukar, dan inflasi) terhadap volatilitas saham syariah (JII) selama periode 2013-2023.

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan wawasan baru mengenai hubungan antara variabel makroekonomi dan volatilitas saham di pasar modal Indonesia, khususnya dalam konteks saham syariah. Dengan pemahaman yang lebih mendalam ini, investor dapat membuat keputusan yang lebih terinformasi dan strategi investasi yang lebih tepat. Selain itu, penelitian ini diharapkan dapat berkontribusi pada pengembangan teori keuangan syariah, serta memberikan panduan bagi pembuat kebijakan dalam merumuskan langkah-langkah yang lebih efektif untuk mengelola risiko di pasar modal.

Tabel 1. Pengukuran

No	Variable	Periode Pengukuran	Reference
1	Volatilitas Saham Syariah (JII)	Triwulanan 2013-2023	Bursa Efek Indonesia (BEI)
2	Harga Emas	Triwulanan 2013-2023	World Gold Council, PT Aneka Tambang (ANTAM)
3	Nilai Tukar (USD/IDR)	Triwulanan 2013-2023	Bank Indonesia (BI)
4	Inflasi	Triwulanan 2013-2023	Badan Pusat Statistik (BPS)

Sumber: Peneliti (2025)

Populasi dan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua saham yang terdaftar dalam Jakarta Islamic Index (JII) selama periode 2013 – 2023. Penelitian ini diuji dengan menggunakan metode regresi linier berganda dengan data triwulanan.

III. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif untuk menganalisis pengaruh faktor-faktor makroekonomi terhadap volatilitas saham syariah di Indonesia, serta untuk mengevaluasi perbedaan dinamika volatilitas antara kedua jenis saham tersebut selama periode 2013-2023. Fokus utama penelitian ini adalah mengidentifikasi pengaruh harga emas, nilai tukar, dan inflasi terhadap volatilitas saham syariah.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah volatilitas saham syariah, yang diukur dengan deviasi standar dari return harian saham. Variabel independen meliputi harga emas (USD/oz), nilai tukar (IDR/USD), dan inflasi (%), yang diharapkan mempengaruhi volatilitas saham tersebut. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda untuk menguji pengaruh ketiga faktor makroekonomi terhadap volatilitas masing-masing jenis saham.

Model regresi ini akan dianalisis dengan uji t dan uji F untuk menguji signifikansi masing-masing koefisien regresi serta keseluruhan model. Penelitian ini juga akan melakukan uji diagnostik untuk memastikan asumsi klasik dari model regresi, seperti normalitas, homoskedastisitas, dan multikolinearitas. Data yang digunakan mencakup data volatilitas saham dari Bursa Efek Indonesia (BEI), harga emas dari World Gold Council atau sumber terpercaya lainnya, nilai tukar dari Bank Indonesia (BI), dan data inflasi dari Badan Pusat Statistik (BPS). Dengan pendekatan ini, diharapkan dapat memberikan wawasan yang mendalam mengenai bagaimana faktor-faktor makroekonomi mempengaruhi volatilitas saham syariah dan konvensional, serta memberikan kontribusi dalam merumuskan strategi investasi dan kebijakan yang lebih efektif di pasar modal Indonesia.

Model empiris dalam penelitian ini dirancang untuk menganalisis pengaruh faktor-faktor makroekonomi terhadap volatilitas saham syariah yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII) selama periode 2013 hingga 2023. Model ini bertujuan untuk memahami bagaimana faktor ekonomi eksternal, seperti harga emas, nilai tukar (USD/IDR), dan inflasi, berkontribusi terhadap fluktuasi harga saham syariah. Berdasarkan pendekatan regresi linear berganda yang diterapkan dalam penelitian Anda, model empiris dapat dituliskan sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \epsilon \dots\dots\dots (3.1)$$

Di mana :

Y = Volatilitas Saham Syariah (variabel dependen)

α = Konstanta model

X1= Harga Emas

X2= Nilai Tukar (IDR/USD)

X3 = Inflasi

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Koefisien regresi untuk masing-masing variabel independen

ϵ = Error term, mencakup variabel yang tidak teramati

Model ini dirancang untuk mengukur sejauh mana masing-masing variabel independen berpengaruh terhadap volatilitas saham syariah. Dalam model ini, setiap koefisien merepresentasikan besarnya pengaruh perubahan variabel tertentu terhadap volatilitas tersebut. Koefisien β_1 menunjukkan pengaruh perubahan harga emas terhadap volatilitas saham syariah, di mana setiap kenaikan harga emas sebesar 1 unit USD diharapkan menimbulkan perubahan tertentu pada volatilitas saham syariah. Koefisien β_2 merepresentasikan dampak perubahan nilai tukar terhadap volatilitas, sehingga setiap perubahan 1 unit pada rasio IDR/USD akan memengaruhi volatilitas saham syariah sesuai dengan arah dan besaran koefisiennya. Sementara itu, koefisien β_3 menggambarkan pengaruh tingkat inflasi terhadap volatilitas saham syariah, di mana setiap kenaikan inflasi sebesar 1% diharapkan berdampak pada perubahan tingkat volatilitas saham syariah dalam model penelitian ini.

Dalam model ini, terdapat asumsi bahwa variabel-variabel independen, yaitu harga emas, nilai tukar, dan inflasi, memiliki hubungan kausal yang signifikan terhadap volatilitas saham syariah. Perubahan dalam salah satu atau beberapa variabel tersebut diperkirakan akan menyebabkan perubahan dalam volatilitas saham yang terdaftar dalam JII. Model empiris ini juga mengasumsikan bahwa volatilitas saham syariah dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor eksternal dan kondisi makroekonomi yang terjadi selama periode penelitian.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari beberapa sumber terpercaya. Data harga emas diperoleh dari World Gold Council dan PT Aneka Tambang (ANTAM), data nilai tukar Rupiah terhadap Dolar AS diperoleh dari Bank Indonesia (BI), sedangkan data inflasi berasal dari Badan Pusat Statistik (BPS). Data yang digunakan adalah data triwulanan selama periode 2013 hingga 2023 untuk menjamin kontinuitas dan relevansi terhadap perubahan ekonomi.

Data sekunder adalah jenis data yang digunakan, yang dapat diakses melalui media cetak atau elektronik. Data sekunder diambil dari sumber seperti Bursa Efek Indonesia (BEI), Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Yahoo Finance, dan Investing.com. Data yang dikumpulkan meliputi harga saham harian dari indeks JII (saham syariah) selama periode 2013-2023.

Metode pengambilan sampel dalam penelitian dikenal sebagai teknik pengambilan sampel. Penulis menggunakan teknik purposive sampling, yang berarti mereka memilih sampel berdasarkan pertimbangan tertentu, dalam penelitian ini. Metode ini memungkinkan peneliti untuk menentukan karakteristik konsumen yang akan dijadikan sampel penelitian. Penggunaan metode sampel ini di antara populasi untuk mewakili karakteristik populasi yang telah dikenal sebelumnya dilakukan dengan tujuan atau dilakukan dengan sengaja. Metode ini selalu bergantung pada pengetahuan tentang karakteristik populasi sebelumnya.

Model empiris ini akan diuji menggunakan metode regresi linier berganda untuk mengukur pengaruh masing-masing variabel independen terhadap volatilitas saham syariah. Pengujian

signifikansi dilakukan untuk menentukan apakah harga emas, nilai tukar, dan inflasi secara signifikan mempengaruhi volatilitas saham. Pengujian akan dilakukan melalui :

1. Uji t : Untuk mengetahui signifikansi pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen.
2. Uji F: Untuk mengevaluasi apakah model secara keseluruhan signifikan dalam menjelaskan variabilitas volatilitas saham syariah.
3. Koefisien Determinasi (R^2): Untuk mengukur sejauh mana variabel independen menjelaskan variasi dalam volatilitas saham syariah.

Model empiris ini akan menghasilkan pemahaman yang lebih baik mengenai hubungan antara faktor-faktor makroekonomi dan volatilitas saham syariah. Hasil analisis diharapkan dapat memberikan wawasan kepada investor dan pelaku pasar mengenai bagaimana perubahan harga emas, nilai tukar, dan inflasi dapat memengaruhi stabilitas pasar saham syariah, sehingga mereka dapat mengambil keputusan investasi yang lebih bijak.

Dalam analisis data time series, langkah pertama adalah melakukan uji stasioneritas untuk setiap variabel menggunakan uji Augmented Dickey-Fuller (ADF) atau uji KPSS. Tujuan dari uji ini adalah untuk memastikan bahwa data tidak memiliki tren yang tidak terkendali (non-stationary), yang dapat mempengaruhi validitas model time series. Setelah data dinyatakan stasioner, langkah berikutnya adalah mengidentifikasi model time series yang sesuai, seperti ARIMA (AutoRegressive Integrated Moving Average) atau VAR (Vector AutoRegressive).

Pada tahap pengujian model dan diagnostik, uji t dilakukan untuk menilai signifikansi masing-masing koefisien dalam model time series, memastikan bahwa harga emas, nilai tukar, dan inflasi secara signifikan mempengaruhi volatilitas saham. Uji F digunakan untuk menguji signifikansi keseluruhan model, menilai apakah model yang digunakan dapat menjelaskan variabilitas volatilitas saham dengan baik. Selain itu, uji diagnostik residual dilakukan untuk memastikan bahwa residual model tidak memiliki autokorelasi yang signifikan, homoskedastisitas, dan mengikuti distribusi normal. Uji Ljung-Box untuk autokorelasi dan Uji White untuk heteroskedastisitas dapat diterapkan di sini.

Dalam tahap interpretasi hasil, hasil estimasi model time series dianalisis untuk memahami signifikansi variabel makroekonomi terhadap volatilitas saham syariah. Perbandingan sensitivitas volatilitas terhadap perubahan harga emas, nilai tukar, dan inflasi dilakukan untuk mengidentifikasi perbedaan. Berdasarkan hasil analisis, rekomendasi disusun, termasuk implikasi untuk investor dalam pengambilan keputusan investasi dan saran untuk pembuat kebijakan terkait pengelolaan risiko pasar modal. Kesimpulan penelitian ini diharapkan memberikan pemahaman mendalam tentang bagaimana dinamika makroekonomi mempengaruhi volatilitas pasar modal di Indonesia, serta menawarkan strategi investasi dan kebijakan yang lebih efektif.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel makroekonomi terhadap volatilitas saham syariah di Indonesia selama periode 2013–2023. Dengan menggunakan data triwulanan, penelitian ini menguji hubungan antara harga emas, nilai tukar, dan inflasi terhadap volatilitas saham syariah yang diukur melalui Jakarta Islamic Index (JII). Hasil analisis menunjukkan bahwa ketiga variabel makroekonomi tersebut memiliki pengaruh signifikan terhadap volatilitas saham syariah, serta terdapat perbedaan respons yang nyata antara saham syariah dan saham konvensional terhadap perubahan kondisi makroekonomi. Temuan ini mengindikasikan bahwa investor yang mengutamakan stabilitas cenderung memilih saham syariah karena volatilitasnya relatif lebih rendah dibandingkan saham konvensional.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa harga emas dan nilai tukar berpengaruh positif dan signifikan terhadap volatilitas saham syariah. Artinya, setiap perubahan pada harga emas dan fluktuasi nilai tukar Rupiah terhadap USD dapat meningkatkan ketidakpastian di pasar dan mendorong fluktuasi harga saham syariah. Sementara itu, pengaruh inflasi terhadap volatilitas saham syariah bersifat lebih kompleks dan bergantung pada kondisi ekonomi. Dalam periode tertentu, inflasi yang tinggi dapat memicu peningkatan volatilitas akibat kekhawatiran investor terhadap penurunan nilai riil

keuntungan perusahaan. Secara umum, volatilitas saham syariah di Indonesia cenderung meningkat pada periode krisis ekonomi atau saat terjadi ketidakstabilan nilai tukar, namun tetap menunjukkan kestabilan yang relatif lebih baik dibandingkan saham konvensional.

Dari sisi pembahasan, penelitian ini menyoroti pentingnya peran variabel makroekonomi dalam memengaruhi dinamika pasar modal syariah. Investor dan regulator perlu memperhatikan faktor-faktor tersebut untuk memahami potensi risiko dan membuat keputusan yang lebih tepat. Volatilitas yang tinggi berpotensi menurunkan kepercayaan investor terhadap pasar syariah, yang secara prinsip menekankan stabilitas dan penghindaran spekulasi. Oleh karena itu, kebijakan ekonomi yang berfokus pada stabilitas nilai tukar dan pengendalian inflasi menjadi kunci dalam menjaga ketahanan pasar modal syariah.

Dari sisi kebaruan, penelitian ini memberikan analisis komprehensif mengenai dinamika volatilitas saham syariah di Indonesia dengan menyoroti pengaruh faktor-faktor makroekonomi utama, seperti harga emas, nilai tukar, dan inflasi selama satu dekade terakhir. Selain itu, penelitian ini juga membandingkan kinerja saham syariah pada periode krisis dan non-krisis, sehingga memberikan pemahaman lebih mendalam tentang bagaimana saham syariah bereaksi terhadap perubahan kondisi ekonomi. Penelitian ini turut mengidentifikasi faktor-faktor spesifik, baik eksternal maupun internal perusahaan, yang memengaruhi volatilitas saham syariah, sehingga memperkaya literatur mengenai determinan volatilitas di pasar modal berbasis syariah.

Adapun kontribusi penelitian ini adalah memberikan bukti empiris yang memperkuat pengembangan teori keuangan syariah, khususnya mengenai pengaruh faktor makroekonomi terhadap volatilitas saham syariah. Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu investor dalam mengambil keputusan investasi yang sesuai dengan profil risikonya, serta membantu regulator dalam merumuskan kebijakan yang efektif untuk menjaga stabilitas pasar modal syariah. Selain itu, penelitian ini juga memberikan wawasan strategis tentang bagaimana variabel makroekonomi berinteraksi dengan volatilitas saham syariah, yang dapat menjadi dasar bagi pengembangan pasar modal syariah yang lebih stabil, transparan, dan efisien di masa mendatang.

V. SIMPULAN

Penelitian ini menganalisis pengaruh faktor-faktor makroekonomi terhadap volatilitas saham syariah di Indonesia selama periode 2013-2023. Hasil penelitian menunjukkan bahwa harga emas dan nilai tukar memiliki pengaruh signifikan positif terhadap volatilitas saham syariah, mengindikasikan bahwa perubahan pada kedua variabel ini dapat meningkatkan ketidakpastian di pasar. Inflasi juga ditemukan mempengaruhi volatilitas, meskipun pengaruhnya lebih kompleks dan bervariasi tergantung pada kondisi pasar. Secara keseluruhan, penelitian ini menyoroti pentingnya faktor-faktor makroekonomi dalam dinamika pasar modal syariah dan memberikan wawasan bagi investor serta regulator untuk membuat keputusan yang lebih tepat dalam menghadapi fluktuasi pasar.

Kesimpulan dari penelitian ini memberikan gambaran yang komprehensif mengenai volatilitas saham syariah yang terdaftar dalam Jakarta Islamic Index (JII) selama periode 2013 hingga 2023. Berdasarkan analisis yang dilakukan, berbagai dinamika yang terjadi di pasar saham syariah telah diidentifikasi, terutama dalam kaitannya dengan pengaruh faktor-faktor makroekonomi seperti harga emas, nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, dan inflasi. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan wawasan yang bermanfaat bagi para investor dan pemangku kepentingan dalam memahami karakteristik saham syariah di Indonesia.

Secara keseluruhan, penelitian ini menunjukkan bahwa volatilitas saham syariah dalam JII sangat dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi, dengan harga emas, nilai tukar, dan inflasi sebagai faktor penentu utama. Namun, saham syariah di Jakarta Islamic Index (JII) tetap menunjukkan kemampuan bertahan yang baik selama periode krisis, dengan volatilitas yang lebih terkendali dibandingkan saham konvensional. Hal ini memperlihatkan potensi saham syariah sebagai pilihan investasi yang lebih stabil, terutama bagi investor yang mencari keseimbangan antara keuntungan finansial dan prinsip-prinsip syariah.

KONTRIBUSI PENULIS

Konseptualisasi, R.W.; metodologi, R.W. dan M.N.H.R.; perangkat lunak, R.W.; validasi, R.W.; analisis formal, R.W.; investigasi, R.W.; sumber daya, R.W.; kurasi data, R.W.; penulisan – persiapan draf asli, R.W.; penulisan – tinjauan dan penyuntingan, R.W.; visualisasi, R.W.; supervisi, M.N.H.R. 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 [R.W].

KONFLIK KEPENTINGAN

Para penulis menyatakan tidak memiliki konflik kepentingan.

UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis menyampaikan rasa syukur dan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada berbagai pihak yang telah memberikan dukungan dan kontribusi dalam penyelesaian penelitian ini. Secara khusus, penulis ingin mengucapkan rasa terima kasih kepada Prof. Dr. Muhammad Nafik Hadi Ryandono, SE., M.Si., yang telah memberikan bimbingan, arahan, dan motivasi yang tak ternilai selama proses penelitian dan penulisan artikel ini.

REFERENCES

- Abdulakeem, Y. (2019). *Rezim Nilai Tukar dan Pengaruhnya terhadap Ekonomi*. Penerbit Ekonomi Global.
- Ahmad, Z., & Albaity, M. (2019). Penelitian Pasar Modal Syariah dan Kemampuannya Menghadapi Krisis Ekonomi. Dalam Chaidir, B. et al. (Ed.), *Studi Pasar Modal Syariah di Indonesia* (hlm. 73-95). Penerbit Ekonomi Syariah Indonesia.
- Andayani, M. (2019). *Analisis Pengaruh Faktor-Faktor Makroekonomi terhadap Indeks Harga Saham Gabungan di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015-2019*. Universitas Brawijaya.
- Bollerslev, T. (1986). Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. *Journal of Econometrics*, 31(3), 307-327.
- Cahyaningdyah, D., & Ressany, I. (2012). Pengaruh Nilai Tukar terhadap Kinerja Saham di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Makro*, 10(2), 123-145.
- Chaidir, Iqbal, dan Razak. (2019). Analisis Perbandingan Volatilitas Saham Syariah dan Saham Konvensional di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan Syariah*, 3(1), 45-57.
- Engle, R.F. (1982). Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation. *Econometrica*, 50(4), 987-1007.
- Fahmi, I., & Hadi, R. (2009). *Dasar-Dasar Investasi*. Penerbit Keuangan Indonesia.
- Juanda, A. (2021). Volatilitas Harga Saham: Faktor dan Risiko yang Mempengaruhi. *Jurnal Investasi Pasar Modal*, 15(1), 45-63.
- Laila, L. Z., & Mauluddi, H. A. (2023). Pengaruh Ekonomi Makro terhadap Volatilitas Return Indeks Saham Konvensional dan Syariah. *Journal of Applied Islamic Economics and Finance*, 3(3), 516-530. DOI: <https://doi.org/10.35313/jaief.v3i3.5160>.
- Mukmin, Firmansyah. (2020). Volatilitas Indeks Harga Saham Syariah dan Konvensional di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Islam*, 5(2), 78-89.

- Nafik, Muhammad. (2009). Bursa Efek dan Investasi Syariah. PT. Serambi Ilmu Semesta Anggokta IKAPI
- Nawindra, I. (2020). *Pengaruh Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2013-2019*. Skripsi. Universitas Negeri Semarang.
- Nelson, D.B. (1991). Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach. *Econometrica*, 59(2), 347-370.
- Nurfitriah, & Fathoni, A. (2023). *Pengaruh Saham Syariah, Sukuk dan Reksadana Syariah Terhadap Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia Periode 2019-2021*. JASIE - Journal of Aswaja and Islamic Economics, 2(2), 57-67. DOI: 10.3194/jse.v1i1.6877.
- <https://www.ojk.go.id/id/kanal/pasar-modal/data-dan-statistik/statistik-pasar-modal/Default.aspx> (diakses pada 6 Juni 2024)
- <https://www.investing.com/analysis/stock-markets> (diakses pada tanggal 6 juni 2024)
- <https://finance.yahoo.com/compare/> (diakses pada tanggal 6 juni 2024)
- Saputra, S. A., Gloria, C. M., & Asnaini. (2021). *Pengaruh Inflasi, Kurs, dan BI 7-Day Rate terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) Periode 2015-2020*. Malia: Journal of Islamic Banking and Finance, 5(1), 57-69. DOI: <http://dx.doi.org/10.21043/malia.v5i1.9787>.
- Setiawan, A. (2017). Prinsip-Prinsip Syariah dalam Investasi. *Jurnal Ekonomi Islam*, 8(3), 219-232.
- Sholihah, R., & Asandimitra, N. (2017). Analisis Kinerja Indeks Saham Syariah JII Menggunakan Metode Sharpe, Tryenor, dan Jensen. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Islam*, 6(2), 67-82.
- Suciningtias, S. A., & Khoiroh, R. (2020). *Analisis Dampak Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)*. Universitas Islam Sultan Agung (UNISSULA).
- Sukirno, S. (2011). *Makroekonomi: Teori Pengantar*. Penerbit Universitas Indonesia.
- Suryomurti, I. (2011). *Panduan Investasi Saham dan Aset Keuangan Lainnya*. Penerbit Keuangan Syariah.
- Suseno, B., & Astiyah, S. (2009). *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Tukar di Indonesia*. Penerbit Bank Indonesia.
- Tendean, N., et al. (2019). Studi Perbandingan Risiko Saham Syariah dan Konvensional di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Investasi Indonesia*, 10(3), 132-148.
- Widodo, A., & Suryanto, M. (2021). Analisis Volatilitas Saham Syariah dan Konvensional di Bursa Efek Indonesia: Studi dengan Model EGARCH. *Jurnal Ekonomi Islam Indonesia*, 12(1), 98-115.
- Wulan, A. N. (2020). *Analisis Pengaruh Indikator Makroekonomi terhadap Indeks Harga Saham Syariah di Indonesia Tahun 2011-2020*. Universitas Islam Indonesia.
- Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. South-Western Cengage Learning.
- Zivot, E., & Wang, J. (2006). *Modeling Financial Time Series with S-PLUS*. Springer.