

ANALYSIS OF ISLAMIC STOCK PRICE INDEXES IN INDONESIA

Desi Novera Danur
Universitas Airlangga Surabaya
Email: desi.novera.danur-2018@pasca.unair.ac.id

Hasanatul Ahwal
Universitas Airlangga Surabaya
Email: hasanatul.ahwal-2018@pasca.unair.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh indikator makro ekonomi terhadap index harga saham syariah Indonesia (ISSI) sebagai variabel dependen. Indikator makro ekonomi yang diuji dalam penelitian ini adalah Inflasi, Nilai Tukar, Interest Rate (interbank rate), Harga Emas dan Harga Minyak Dunia yang menjadi variabel independen. Penelitian ini menggunakan data time series bulanan dari periode 2015 – 2019, Jenis penelitian ini adalah penelitian Kuantitatif regresi linier berganda dengan alat analisis yang digunakan ARDL untuk mengukur parameter penelitian. Temuan dari hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel inflasi dan harga emas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap ISSI baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, sedangkan pada ketiga variabel lainnya yaitu nilai tukar, interest rate dan harga minyak dunia memiliki pengaruh yang tidak signifikan meski pada variabel harga minyak dunia memiliki hubungan yang positif, ditandai dengan adanya nilai koefisiensi yang positif.

Kata Kunci: Index Saham Syariah, Variabel Makroekonomi.

Abstract

This study aims to determine whether there is an effect of macroeconomic indicators on the Indonesian Islamic stock price index (ISSI) as an dependent variable. The macroeconomic indicators tested in this study are inflation, exchange rates, interest rates (interbank rates), gold prices and world oil prices which are independent variables. This study uses monthly time series data from the 2015-2019 period. This type of research is a multiple linear regression Quantity research with the analytical tool used by ARDL to measure the research parameters. The findings of the research show that the inflation and gold price variables have a significant effect on ISSI both in the short and long term, while the other three variables, namely the exchange rate, interest rate and world oil price have an insignificant effect even though the oil price variable the world has a positive relationship, marked by a positive coefficient value.

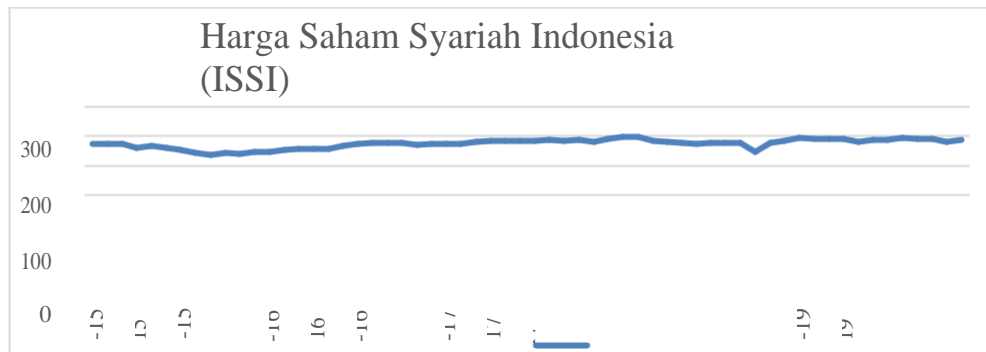
Keyword : Syariah Stock Index, Macroeconomic Variables.

PENDAHULUAN

Keberadaan saham syariah mulai populer setelah terjadinya krisis keuangan secara global beberapa tahun lalu, kepopuleran tersebut didukung oleh beberapa fakta bahwa saham syariah lebih stabil dibandingkan dengan saham konvensional dalam menghadapi krisis.¹ Selain itu ia juga lebih efisien dalam efisiensi informasi sehingga akan mengurangi timbulnya fluktuatifitas yang disebabkan oleh adanya asymmetric information diantara para pelaku saham.² Saham syariah sendiri merupakan index yang terdiri dari berbagai efek dalam kurung syariah berdasarkan ketentuan yang sudah ditetapkan oleh otoritas keuangan dalam mendefinisikan saham dan efek syariah yang sesuai dengan prinsip-prinsip Islam.³ Namun umumnya pada saham dan efek syariah rasio hutang pada emiten tidak boleh melebihi 30%.

Selain itu saham juga terdiri dari efek yang memiliki transaksi yang halal dan bersih dari unsur manipulasi dan kecurangan, keadaan ini secara tidak langsung juga membuat saham syariah benar-benar sebagai saham yang dipilih. Sayangnya beberapa dari pemilik saham masih belum tertarik untuk menanamkan sahamnya pada saham yang berbasis syariah. Di Indonesia, Saham berbasis Syariah dimulai dengan didirikannya Jakarta Islamic Index (JII) pada bulan Juli tahun 2000. Pada bulan Mei tahun 2011, Pasar Modal Syariah di Indonesia semakin berkembang dengan lahirnya Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Berbeda dengan JII yang anggotanya hanya 30 saham syariah terlikuid, ISSI merupakan indeks saham syariah yang beranggotakan seluruh saham syariah yang dahulunya terdaftar di IHSG bergabung dengan saham non-syariah lainnya dan tergabung pada Daftar Efek Syariah (DES).

Pendirian ISSI didukung dengan adanya Fatwa DSN-MUI yang berkaitan dengan industri Pasar Modal Syariah yaitu Fatwa No.05 tahun 2000 tentang Jual Beli Saham serta diperkuat lagi pada tahun 2003 dengan dikeluarkannya Fatwa No.40 tahun 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal. Walaupun masih terbilang baru, karena baru didirikan pada Mei 2011 tetapi perkembangan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tiap periode cukup signifikan. Berikut pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) selama periode januari 2016 hingga November 2017 yaitu: (www.idx.co.id)



¹ R, Ben, A & Arfaoui, M. 2019. "Do Islamic Stock Indexes Outperform Conventional Stock Ondexes? A State Space Modeling Approach. *European Journal of Management and Business Economics*, Vol. 28(3), H. 301-322. <http://doi.org/10.1108/EJMBE/08-2018-0088>

²N, Trabelsi, 2016. "Are Islamic Stock Indexes Exposed to Systemic Risk?Multivariate GARCH Estimaton of CoVaR. *Research in Internasional Business and Finance*, Vol. 42, H.727-744. <http://doi.org/10.1016/j.ribaf>.

³M, Mbengue, 2017. "Creation of an Islamic Stock Index in West Africa. *Research Business and Finance*, Vol. 41, H.105-108. <http://doi.org/10/1016/j.ribaf>.



Gambar 1. Data Perkembangan Harga Saham Syariah di Indonesia

Berdasarkan data di atas saham syariah memiliki perkembangan yang cukup signifikan, meski perkembangannya sedikit berfluktuasi dari waktu-waktu.⁴ Namun di lain sisi sebagai pasar yang menerima risiko spillover yang cukup besar baik jangka pendek maupun panjang dalam suatu perekonomian. Oleh karena itu peneliti tertarik untuk mengetahui secara lebih jauh besaran pengaruh beberapa variabel makro terhadap saham syariah di Indonesia, selain dapat mengetahui besaran pengaruh yang ada penelitian ini diharapkan dapat menjadi sumber informasi bagi para pelaku saham di pasar saham syariah dan menjadi salah satu pertimbangan dalam membuat keputusan investasi. Umumnya berdasarkan literatur sebelumnya penggunaan metode dan variabel yang berbeda akan menghasilkan pengaruh yang berbeda pula terhadap index harga saham syariah.⁵ Adapun kebaruan dari penelitian ini ialah penggunaan adanya beberapa variabel tambahan untuk mengukur harga saham syariah dari penelitian-penelitian sebelumnya. Berdasarkan latar belakang di atas maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis

H1: Terdapat pengaruh inflasi terhadap harga saham syariah di Indonesia

H2: Terdapat pengaruh nilai tukar terhadap harga saham syariah di Indonesia

H3: Terdapat pengaruh interest rate terhadap harga saham syariah di Indonesia

H4: Terdapat pengaruh harga emas terhadap harga saham syariah di Indonesia

H5: Terdapat pengaruh harga minyak dunia terhadap harga saham syariah di Indonesia.

Inflasi adalah kenaikan harga barang-barang yang bersifat umum dan terus-menerus. Inflasi adalah keadaan di mana terjadi kelebihan permintaan terhadap barang-barang dalam perekonomian secara keseluruhan. Inflasi adalah suatu keadaan dari nilai uang turun terus-menerus dan harga naik terus (Manurung, 2008). Dalam penelitian sebelumnya menggunakan teknik kointegrasi, dan menemukan hubungan jangka panjang yang signifikan dan negatif antara inflasi dan pertumbuhan ekonomi untuk ekonomi Meksiko. Selain itu, ditemukan bahwa inflasi adalah eksogen yang lemah. Pada periode 1970-2007, PDB riil adalah elastis terhadap inflasi,

⁴J. Bouoiyour & Refk Selmi, Wohar, M.E. 2017. "Are Islamic Stock Markets Efficient? A Multifractal Detrended Fluctuation Analysis." *Finance Research Letters*, Vol. 26, H. 100-105. <https://doi.org/10.1016/j.frl>.

⁵E, Al-Hajj & Al-Mulali, U., Solarin, S.A. 2018 "Oil Price Shocks and Stock Returns Nexus for Malaysia: Fresh Evidence from Nonlinear ARDL Test." *Energy Reports* Vol. 4, H. 624-637. <https://doi.org/10.1016/j.egy>.

dan karena itu, dengan mempertimbangkan koefisien yang diperkirakan, peningkatan satu persen inflasi menghasilkan penurunan 1,5 persen pada GDP riil. penelitian menunjukkan bahwa tingkat inflasi yang tinggi menghasilkan efek negatif pada pertumbuhan ekonomi.⁶

Peningkatan terus-menerus dalam jumlah uang beredar menyebabkan inflasi dalam jangka panjang, tetapi peningkatan terus-menerus dalam pertumbuhan uang beredar tidak menyebabkan inflasi dalam waktu singkat, ini dianalisis berdasarkan teori kuantitas moneter. Selain itu, korelasi China dan Vietnam terhadap pertumbuhan dan inflasi jumlah uang beredar adalah 99,1 persen. Korelasi ini sangat dekat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa jumlah uang beredar dan inflasi terkait erat, dan jumlah uang beredar secara langsung mempengaruhi pertumbuhan ekonomi. Oleh karena itu, pemerintah harus memiliki kebijakan moneter yang relevan untuk menumbuhkan ekonomi dan proposal untuk membuat kebijakan moneter, mengendalikan tingkat inflasi dan merangsang pertumbuhan ekonomi.⁷

Nilai Tukar atau Kurs merupakan variabel makro ekonomi yang turut mempengaruhi volatilitas harga pada saham.⁸ Sebagai salah satu variabel ekonomi makro nilai kurs memiliki pengaruh terhadap perekonomian khususnya di industri pasar saham seperti adanya hubungan silang yang kuat antara nilai tukar dan pasar saham di Shanghai.⁹ Sedangkan berdasarkan temuan yang diperoleh oleh Roubaud & Arouri, bahwa hubungan antara harga minyak, nilai tukar terhadap saham menjadi lebih kuat pada masa volatil, hal tersebut disebabkan oleh peran minyak yang berperan aktif dalam memberikan guncangan terhadap nilai tukar dan harga saham.¹⁰ Sebaliknya terdapat hubungan timbal balik antara nilai tukar dan index saham, hal ini dapat diketahui berdasarkan temuan Areli Bermudez Delgado, bahwa ada apresiasi pada nilai tukar saat terjadi kenaikan pada harga saham.¹¹

Dalam penelitian Dong di tahun 2019 sebagai variabel parameter pada kebijakan moneter, tingkat suku bunga menjadi suatu hal yang sangat krusial termasuk dalam mempengaruhi index saham.¹² Adanya perubahan pada besaran suku bunga yang ditentukan oleh pemerintah memiliki pengaruh yang cukup signifikan baik pada saham di dalam maupun luar negeri.¹³ Sedangkan dalam temuan lainnya mengemukakan bahwa ada perbedaan besaran pada interest rate antara negara maju dan berkembang sehingga hal tersebut juga menyebabkan adanya

⁶Risso, Adrian & Edgar J Sanchez Carrera, 2009, “ *Inflation and Mexican Economic Growth: long-run relation and threshold Effects*”. *Journal of Economic Policy*. Vol, 1. No, 3. H. 246-263. <https://doi.org/10.17576380911041728>

⁷ Doan, Dihn van, 2019. “ *Money Supply and Inflation Impact on Economic Growth*”. *Journal of Economy Policy*. Vol, 12. No, 1. H. 121-136. <https://doi.org/10.1108/JEFP-10-2018-0152>

⁸ Sahu, B. & Kumar, K. K. 2017. “ *Dynamic Linkages Between Macroeconomic Factors and Islamic Stock Indices in a Non-Islamic Country India*”. *The Journal of Developing Areas*, 51(1), 193–205. <https://doi.org/10.1353/jda>.

⁹ Li, W., Y, Ren., Y, Zhou., X, Lu, 2018 “ *Dynamic Relationship Between RMB Exchange Rate index and Stock Market : A New Perspective Based on MF-DCCA*. *Physica A : Statistical Mechanics and Its Applications*” 508, 726-739. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2018.05.097>

¹⁰ Roubaud, D., & Arouri, M, 2018 .” *Oil prices, exchange rates and stock markets under uncertainty and regime-switching*”. *Finance Research Letters*, 27, 28–33. <https://doi.org/10.1016/j.frl>.

¹¹ Areli Bermudez Delgado, N., Bermudez Delgado, E., & Saucedo, E, 2018. “ *The Relationship Between Oil Prices, The Stock Market and The Exchange Rate: Evidence From Mexico*”. *North America Journal of Economic and Finance*, Vol.45, 226-275 <https://doi.org/10.1016/j.najef>.

¹² Dong, W., Lien, D., Lv, X., & Tan., C, 2019. “ *The Cross- Border Impacts of China’s of Ficial Rate Shocks on Stock Returns of Chinese Concept Shares Listed on U.S Market* *International Review of Economic & Finance*” <https://doi/10.1016/j.iref>.

¹³ Gong, P., & Dai, J, 2017. “ *Monetary Policy, Exchange Rate Fluctuation, and Herding Behavior in the Stock Market*”. *Journal of Business Research*, 76, 34–43. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres>.

pengaruh terhadap pengembalian saham.¹⁴ Kemudian terdapat hubungan timbal balik antara keduanya terutama terkait dengan besaran suku bunga dalam jangka panjang terhadap pengembalian saham.¹⁵ Hal ini juga sesuai dengan temuan lainya yang menunjukkan bahwa suku bunga berpengaruh positif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).¹⁶

Harga emas merupakan salah satu faktor penting dalam mengukur kesehatan perekonomian.¹⁷ Hal serupa juga ditemukan dalam penelitian lainya di tahun 2018, bahwa besaran pengaruh atau hubungan antara harga emas dan index saham sangat dinamis dan memiliki perubahan setiap periodenya.¹⁸ Selain itu menurut Urooj aijaz, harga emas menjadi faktor yang memiliki pengaruh secara langsung terhadap index saham, dimana terdapat hubungan bilateral terbalik antara harga emas dan index saham sehingga ia dapat memberikan pengaruh yang positif.¹⁹ Dan juga bisa berpenaruh negatif melalui peran emas sebagai alternatif investasi apabila kondisi pada pasar saham mengalami fluktuasi.²⁰

Harga minyak merupakan salah satu faktor yang menjadi parameter kondisi perekonomian secara global, karena selain menjadi tolak ukur dalam harga komoditas pada suatu negara ia juga akan mempengaruhi besaran pendapatan negara terutama pada negara pengekspor minyak, dimana secara langsung fluktuatifitas harga minyak akan mempengaruhi kondisi perekonomian secara global karena berpengaruh langsung terhadap beberap industri primer yang ada pada suatu negara.²¹ Seperti kasus lesunya pereknomian yang salah satunya di pengaruhi oleh lesunya harga minyak pada tahun 2011-2015. Hal ini juga sejalan dengan beberapa penelitian sebelumnya dimana harga minyak dunia berpengaruh positive terhadap pasar saham.²² Senada dengan hubungan antara harga minyak dan harga saham di pasar saham yang sedang berkembang di India dan Cina dari Januari 1988 hingga Desember 2008.²³ Di pasar negara

¹⁴ Assefa, T. A., Esqueda, O. A., & Mollick, A. V, 2017. "Stock returns and interest rates around the World: A panel data approach". *Journal of Economic and Business* 89, 20–35. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus>.

¹⁵ Jammazi, R., Ferrer, R., Jareño, F., & Hammoudeh, S. M, 2017. "Main driving factors of the interest rate-stock market Granger causality". *International Review of Financial Analysis*, 52, 260–280. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.07.008>

¹⁶ Rachmawati, M., & Laila, N, 2015. "Faktor Makroekonomi yang Mempengaruhi Pergerakan Harga Saham pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Bursa Efek Indonesia (BEI)". *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 2(11), 928–942.

¹⁷ Alkhazali, O. M., & Zoubi, T. A, 2020. "Gold and portfolio diversification: A stochastic dominance analysis of the Dow Jones Islamic indices". *Pacific Basin Finance Journal*, 60(June 2019), 101264. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin>.

¹⁸ Al-Ameer, M., Hammad, W., Ismail, A., & Hamdan, A. 2018. "The Relationship of Gold Price With the Stock Market: The Case of Frankfurt Stock Exchange". *International Journal of Energy Economics and Policy*, 8(5), 357–371.

¹⁹ Urooj aijaz, M. F. and saad M. 2016. "Impact of Oil and Gold Prices on Stock Market Index".

²⁰ Singhal, S., Choudhary, S., & Biswal, P. C. 2019. "Return and Volatility Linkages Among International Crude Oil Price, Gold Price, Exchange Rate and Stock Markets: Evidence from Mexico". *Resources Policy*, 60(September 2018), 255–261. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2019.01.004>

²¹ Mensi, W., Hammoudeh, S., Tiwari, A. K., & Al-Yahyaee, K. H. 2019. "Impact of Islamic Banking Development and Major Macroeconomic Variables on Economic Growth for Islamic Countries: Evidence from Panel Smooth Transition Models". *Economic Systems*. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2019.100739>

²² Narayan, P.K., & Narayan, S, 2010. "Modelling the Impact of Oil Prices on Vietnam's Prices". *Applied Energy*, 87(1), 356-361. <https://doi.org/10.1016/j.apenergy.2009.05.037>

²³ Basher, S. A., Haug, A. A., & Sadorsky, P, 2012. "Oil Prices, Exchange Rates and Emerging Stock Markets". *Energy Economics*, 34(1), 227–240. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2011.10.005>

berkembang menunjukkan pergerakan positif harga minyak memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap harga saham.²⁴

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan analisis ARDL sebagai alat estimasi. Data yang digunakan ialah data sekunder berjenis time series bulanan periode 2015-2019 yang diperoleh berdasarkan situs resmi keuangan dan moneter seperti BI dan BPS. Penelitian ini menggunakan variabel dependen ISSI sebagai index saham syariah di Indonesia, selanjutnya penulis juga menggunakan beberapa variabel dalam ekonomi dan dijadikan sebagai variabel independen diantaranya: inflasi, kurs, suku bunga, (*interbank rate*), harga emas, dan harga minyak dunia. Peneliti menggunakan variabel penelitian ini berdasarkan beberapa variabel penelitian sebelumnya.²⁵ Dimana jika merujuk pada penelitian sebelumnya variabel tersebut sering digunakan sebagai alat ukur dalam melihat perkembangan saham dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.²⁶

Adapun yang menjadi variabel dependen dari penelitian ini adalah Harga saham syariah dan variabel independennya adalah Inflasi, Nilai Tukar, Interbank Rate, Harga Emas dan Harga Minyak Dunia. Alasan penulis menjadikan 5 indikator tersebut menjadi variabel independen karena diperkirakan mempunyai pengaruh pada pergerakan index harga saham syariah, sehingga bisa menjadi rujukan bagi investor yang ingin berinvestasi di Pasar saham syariah. Variabel independen dalam penelitian ini antara lain sebagai berikut: (1) Inflasi. Tingkat inflasi mencerminkan rata-rata biaya keseluruhan barang dan jasa yang dibeli oleh konsumen. Banyak peneliti mengeksplorasi inflasi dalam penelitian mereka mengenai pentingnya inflasi sebagai penentu dinamika pasar saham. (2) Nilai Tukar. Nilai tukar dalam penelitian ini merupakan nilai tukar dari mata uang Negara yang menjadi sampel penelitian ini ialah Rupiah-USD. (3) Interest rate dengan menggunakan ukuran Interbank Rate (suku bunga rata-rata pada perbankan) (4) Harga Emas pada pasaran (5) Harga minyak mentah dunia diukur dari harga spot pasar minyak dunia, pada umumnya yang digunakan menjadi standar adalah West Texas Intermediate atau Brent. Yang dengan variabel tersebut maka model pengembangan hipotesis sebagai berikut:

Penelitian ini bertujuan untuk melihat faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham syariah dengan menggunakan analisis Autoregressive Distributed Lag (ARDL) bound test. Penggunaan analisis ini digunakan untuk mengatasi adanya regresi semu disebabkan non-stasioneritas yang berbeda baik di level I(0) maupun di first difference I(1) pada data. Selain itu ARDL juga dapat digunakan untuk melihat adanya hubungan antara variabel baik pada jangka pendek maupun jangka panjang.

Terdapat beberapa langkah dan asumsi yang dilakukan dalam pengujian data menggunakan analisis ARDL.

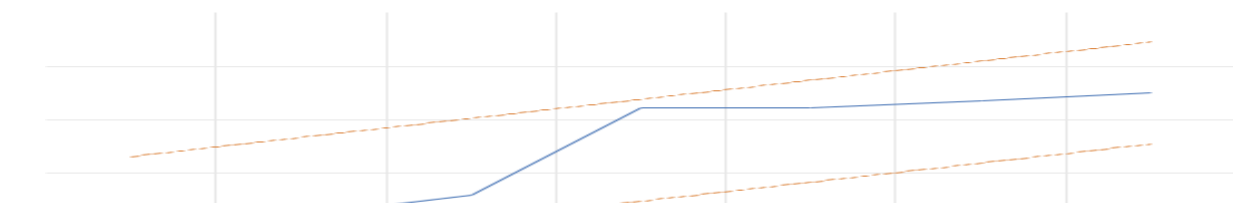
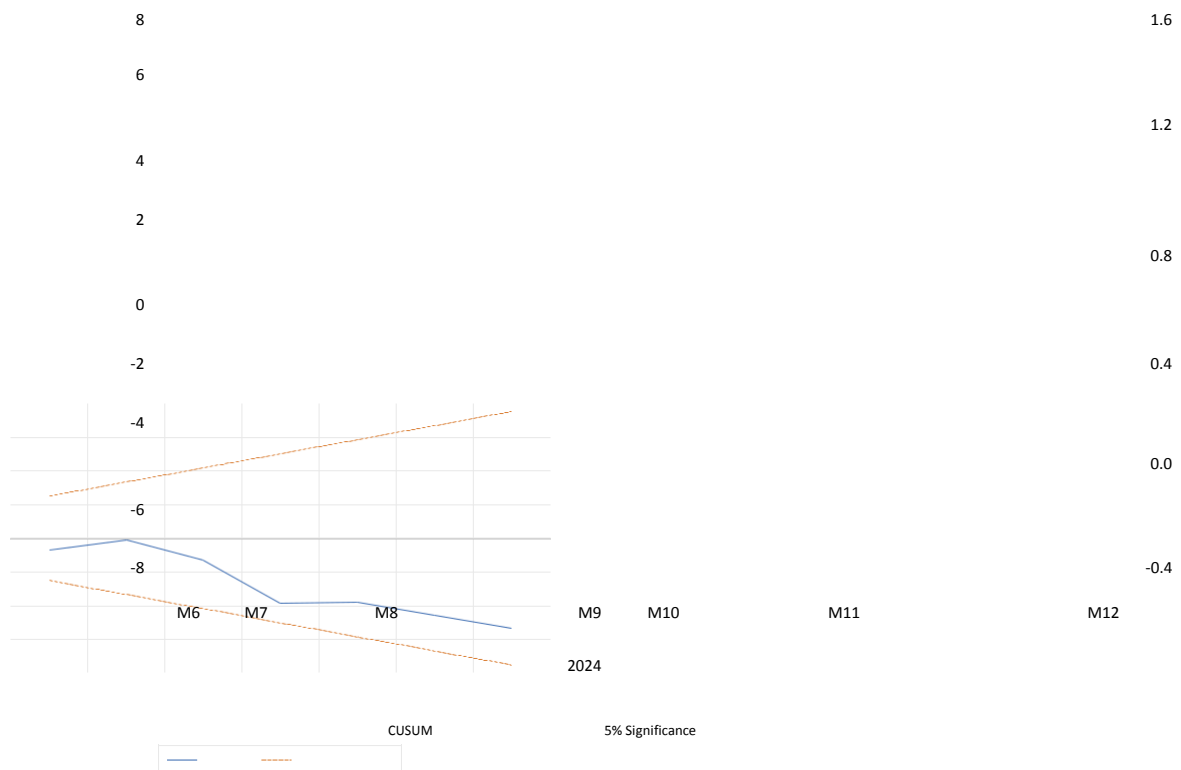
²⁴ Karim, M. M., & Masih, M. 2019. ‘Do the Islamic Stock Market Returns Respond Differently to the Realized and Implied Volatility of Oil Prices? Evidence from the Time-Frequency Analysis’. *Emerging Markets Finance and Trade*, 00(00), 1–16. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1663409>

²⁵ Asmy, M., Rohilina, W., Hassama, A., & Fouad, M. et al. 2009. ‘Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices Inmalaysia : an Approach of Error Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Malaysia : an Approach of Error’. *Munich Personal RePEc Archive*, 7(April), 1–32. <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/20970>

²⁶ Kelikume, Ikechukwu; Muritala, O. A. 2019. ‘The impact of changes in oil price on stock market: Evidence from Africa’. *International Journal of Management, Economics and Social Sciences (IJMESS)* Suggested, Vol. 8(Iss. 3), 169–194. <https://doi.org/10.32327/IJMESS.8.3.2019.11>

1. menggunakan unit root test melalui tes Augmented Dickey Fuller (ADF).²⁷ Untuk melihat tingkat stasioneritas data pada variabel, dengan asumsi jika data tidak stasioner pada I(0), maka stasioneritas data dapat diperoleh pada I(1).²⁸
2. Menggunakan uji lag length optimum test untuk melihat panjang lag yang sesuai dan bisa digunakan pada data.
3. menggunakan uji CUSUM and CUSUMQ model stability test untuk mengetahui adanya hubungan jangka panjang antara variabel dengan menggunakan parameter bound F-test, dimana apabila nilai F statistik \geq nilai I(1) maka terdapat hubungan jangka panjang antara variabel.

PEMBAHASAN



²⁷ Fuller, D. A. D. and W. A. 1981. "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root". *Econometrica*, Vol. 49, N.

²⁸ C.W.J. Granger and P. Newbold. 1974. "Spurious Regressions in Econometrics". *Journal of Econometrics* 2, 111–120. <https://doi.org/10.1002/9780470996249.ch27>



Hasil test di atas merupakan hasil test CUSUM dan CUSUM Square yang ditunjukkan oleh gambar 1 dan 2; test ini dilakukan berdasarkan saran test yang dilakukan oleh Pesaran & Timmerman.²⁹ Berdasarkan hasil gambar tersebut maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada stabilitas koefisiensi pada model berdasarkan garis CUSUM yang masih berada di dalam garis kritis interval 5%. Hal ini dapat menggambarkan nilai koefisiensi dalam data penelitian ini tergolong stabil. Selanjutnya asumsi tersebut dapat dikuatkan oleh tingkat stasioneritas yang akan menentukan tingkat estimasi dari regresi non-linear sebagai berikut:

Tabel.2
Unit Root Test
Intermediate ADF test results

Series	Prob.	Lag	Max Lag	Obs
ISSI	0.3548	0	10	59
INFLASI	0.0000	2	10	57
NILAI_TU				
KAR	0.0931	0	10	59
INTERBA				
ANK_RAT				
E	0.2058	0	10	59
HARGA_E				
MAS	0.6307	0	10	59
HMD	0.1844	0	10	59

Intermediate ADF test results

Series	Prob.	Lag	Max Lag	Obs
D(ISSI)	0.0000	0	10	58
D(INFLASI)	0.0000	4	10	54

²⁹ Pesaran, M. H., & Timmermann, A. 1995. ‘Predictability of Stock Returns: Robustness and Economic Significance’. The Journal of Finance, 50(4), 1201–1228. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04055.x>

D(NILAI_TU KAR)	0.0000	0	10	58
D(INTERBA ANK_RATE)	0.0000	0	10	58
D(HARGA_ EMAS)	0.0000	0	10	58
D(HMD)	0.0000	0	10	58

Hasil uji di atas menunjukkan bahwa tingkat stasioneritas pada variabel inflasi sebesar $0,000 \leq 0,05$, berada di level I (0), sedangkan pada variabel nilai tukar, interbank rate, harga emas dan minyak dunia tingkat stasioneritas data berada di I(1) dengan rata-rata perolehan nilai $\text{sig} \geq 0,05$. sehingga penggunaan ARDL sebagai estimasi dapat dilanjutkan. Selanjutnya melihat hubungan jangka pendek yang dihasilkan antara variabel berdasarkan uji long run dan bound test:

Tabel.3
Levels Equation
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
INFLASI	232.6614	74.07425	3.140921	0.0164
NILAI_TUKAR	-9.630299	16.04955	-0.600035	0.5674
INTERBAANK_RATE	-6.260203	4.663251	-1.342455	0.2214
HARGA_EMAS	0.254569	0.066156	3.847990	0.0063
HMD	2.340099	1.547028	1.512641	0.1741
C	-164.1991	78.84738	-2.082493	0.0758

$$EC = ISSI - (232.6614*INFLASI - 9.6303*NILAI_TUKAR - 6.2602 *INTERBAANK_RATE + 0.2546*HARGA_EMAS + 2.3401*HMD - 164.1991)$$

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic:				
n=1000				
F-statistic	4.257508	10%	2.08	3
K	5	5%	2.39	3.38
		2.5%	2.7	3.73
		1%	3.06	4.15

Dari hasil uji long run di atas terdapat hubungan jangka panjang antara variabel inflasi dan harga emas memiliki hubungan jangka panjang untuk mempengaruhi kenaikan harga saham syariah. Hal tersebut didasarkan pada perolehan nilai $\text{sig} \leq 0,05$, namun berdasarkan perolehan nilai koefisiensi inflasi lebih dominan memberikan pengaruh terhadap harga saham syariah dibandingkan harga emas. Sebaliknya harga emas tidak memiliki hubungan yang positif terhadap ISSI dengan perolehan nilai koefisiensi yang positif meski hal tersebut tidak cukup signifikan karena perolehan nilai $\text{sig} \geq 0,05$. Sedangkan variabel nilai tukar dan suku bunga menunjukkan pengaruh yang negatif terhadap saham syariah meski tidak signifikan. Hal tersebut ditunjukkan oleh nilai koefisiensi negative dan signifikansi yang terbilang besar.

Berdasarkan hasil dari bound test di atas maka dapat diketahui bahwa hubungan jangka pendek antara index saham syariah dengan variabel independen. Hal ini ditunjukkan oleh nilai F-statistik \geq nilai bound test upper yang ditunjukkan oleh nilai I(1), sehingga dapat disimpulkan bahwa secara jangka pendek keseluruhan variabel memberikan pengaruh terhadap harga saham syariah.

Berdasarkan hasil uji dan analisis yang dilakukan terdapat dua variabel independen yang berpengaruh terhadap index saham syariah di Indonesia yaitu variabel inflasi dan harga emas. Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya dimana masyarakat akan cenderung menurunkan

investasinya secara umum di pasar saham apabila tingkat inflasi tergolong cukup tinggi³⁰ karena akan berpengaruh secara langsung pada pertumbuhan ekonomi yang ada.³¹ Selain itu pasar saham syariah juga akan mengalami kemungkinan fluktuasi yang disebabkan oleh adanya inflasi, hal ini sejalan dengan sifat dari pasar saham yang sangat rentan terkena risiko spillover.³² Kemudian adanya hubungan dan pengaruh yang positif pada variabel harga emas terhadap index saham juga dapat disebabkan oleh komoditi emas yang dapat dijadikan alternative ketika terjadi fluktuasi pada pasar saham.³³ Namun menurut Antonakakis dan Chai dalam penelitiannya, adanya hubungan yang positif dan negative antara inflasi dan index saham juga dapat ditentukan oleh kondisi-kondisi ekonomi dan factor lainnya, meski secara umum dalam beberapa penelitian diperoleh hubungan yang negative.³⁴

Selanjutnya terdapat tiga variabel yang memiliki nilai signifikansi yang negative namun terdapat di saat yang sama terdapat nilai koefisiensi yang positif pada variabel harga minyak dunia, sedangkan variabel lainnya memperoleh nilai koefisiensi yang negative. Prolean nilai signifikansi yang negative pada variabel oil price dapat disebabkan oleh banyaknya factor, karena berdasarkan perolehan nilai koefisiensi yang bernilai positif oil price, memberikan pengaruh yang positif terhadap ISSI berdasarkan temuan Mishra, Haug, dan Sadorsky, bahwa oil price memberikan pengaruh positif terhadap index saham syariah dalam jangka pendek, sebaliknya dalam jangka panjang pengaruh yang ditimbulkan akan bersifat negative mengamati hubungan antara harga minyak dan harga saham di pasar saham yang sedang berkembang di India dan Cina dari Januari 1988 hingga Desember 2008³⁵. Penelitian ini menggunakan autoregresi vektor struktural dan tanggapan impuls untuk menguji hubungan dinamis antara variabel. Studi ini menunjukkan bahwa, di pasar negara berkembang, pergerakan positif harga minyak memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap harga saham. Sebaliknya dalam temuan Singhal, pengaruh yang ditimbulkan cenderung bersifat negatif.

³⁰Al-hajj, E., Al-Mulali, U., & Solarin, S. A., 2018. ‘Oil Price Shocks and Stock Returns Nexus for Malaysia: Fresh Evidence from Nonlinear ARDL Test’. *Energy Reports*, 4, 624–637. <https://doi.org/10.1016/j.egyr.2018.10.002>

³¹Mensi, W., November 2019. ‘Global Financial Crisis and Co-Movements Between Oil Prices and Sector Stock Markets in Saudi Arabia: A VaR Based Wavelet’. *Borsa Istanbul Review*, 19(1), 24–38. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.11.005>

³²Mensi, W., Hammoudeh, S., Al-Jarrah, I. M. W., Sensoy, A., & Kang, S. H. Agustus 2017. ‘Dynamic Risk Spillovers Between Gold, Oil Prices and Conventional, Sustainability and Islamic Equity Aggregates and Sectors With Portfolio Implications’. *Energy Economics*, 67, 454–475. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.08.031>

³³Singhal, S., Choudhary, S., & Biswal, P. C. 2019. ‘Return and Volatility Linkages Among International Crude Oil Price, Gold Price, Exchange Rate and Stock Markets: Evidence from Mexico’. *Resources Policy*, 60(September 2018), 255–261. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2019.01.004>

³⁴CHAI, G., YOU, D. ming, & CHEN, J. yu, 2019. ‘Dynamic Response Pattern of Gold Prices to Economic Policy Uncertainty’. *Transactions of Nonferrous Metals Society of China (English Edition)*, 29(12), 2667–2676. [https://doi.org/10.1016/S1003-6326\(19\)65173-3](https://doi.org/10.1016/S1003-6326(19)65173-3)

³⁵Basher, S. A., Haug, A. A., & Sadorsky, P., 2012. ‘Oil Prices, Exchange Rates and Emerging Stock Markets’. *Energy Economics*, 34(1), 227–240. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2011.10.005>

Adapun perolehan nilai tukar menunjukkan adanya pengaruh yang tidak signifikan, hal serupa juga ditunjukkan oleh temuan sebelumnya yang menunjukkan bahwa pasar saham memiliki hubungan positif dengan inflasi tetapi berhubungan negatif dengan suku bunga dan nilai tukar³⁶. Pada variabel interest rate tidak terdapat hubungan yang signifikan bahkan nilai koefisiensi juga bernilai negative bahwa pada beberapa Negara maju beberapa variabel makro tidak menunjukkan pengaruh terhadap perkembangan index saham syariah, salah satunya ialah tingkat suku bunga.³⁷ Hal ini dapat disebabkan oleh absennya suku bunga sebagai acuan utama dalam saham syariah. Suku bunga sendiri, karena berdasarkan hubungan yang dihasilkan antara suku bunga dan tingkat index saham konvensional menunjukkan adanya hubungan yang negative melalui rendahnya minat investasi yang terjadi apabila suku bunga cenderung meningkat.³⁸

Sedangkan pada variabel oil price tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham pada ISSI, hal ini dapat disebabkan oleh banyaknya factor karena berdasarkan perolehan nilai koefisiensi yang bernilai positif oil price memberikan pengaruh yang positif terhadap index saham dan oil price memberikan pengaruh positif terhadap index saham dalam jangka pendek, sedangkan penelitian lainya mengungkapkan bahwa sekitar 32% saham memiliki reaksi yang signifikan terhadap harga minyak.³⁹ Sebaliknya dalam jangka panjang pengaruh yang ditimbulkan akan bersifat negative, dimana dalam temuannya menunjukkan bahwa, di pasar negara berkembang, pergerakan positif harga minyak memiliki dampak negative yang positif terhadap ISSI berdasarkan temuan Mishra, Haug, dan Sadorsky, bahwa oil price memberikan pengaruh positif terhadap index saham syariah dalam jangka pendek, sebaliknya dalam jangka panjang pengaruh yang ditimbulkan akan bersifat negative mengamati hubungan antara harga minyak dan harga saham di pasar saham yang sedang berkembang di India dan Cina dari Januari 1988 hingga Desember 2008⁴⁰. Penelitian ini menggunakan autoregresi vektor struktural dan tanggapan impuls untuk menguji hubungan dinamis antara variabel. Studi ini menunjukkan bahwa, di pasar negara berkembang, pergerakan positif harga minyak memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap harga saham. Sebaliknya dalam temuan Singhal, pengaruh yang ditimbulkan cenderung bersifat negatif.

Adapun perolehan nilai tukar menunjukkan adanya pengaruh yang tidak signifikan, hal serupa juga ditunjukkan oleh temuan sebelumnya yang menunjukkan bahwa pasar saham memiliki hubungan positif dengan inflasi tetapi berhubungan negatif dengan suku bunga dan nilai tukar⁴¹. Pada variabel interest rate tidak terdapat hubungan yang signifikan bahkan nilai koefisiensi juga bernilai negative bahwa pada beberapa Negara maju beberapa variabel makro

³⁶Khan, Z. 2012. "Impact of Interest Rate, Exchange Rate and Inflation on Stock Returns of Kse 100 Index". International Journal of Economics and Research

³⁷ Bahloul, S., Mroua, M., & Naifar, N. 2017. "The impact of macroeconomic and conventional stock market variables on Islamic index returns under regime switching". *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 62–74. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.09.003>

³⁸ Dotsis, G. (2020). "Investment under uncertainty with a zero lower bound on interest rates". *Economics Letters*, 188, 108954. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2020.108954>

³⁹ Narayan, P. K., Phan, D. H. B., & Sharma, S. S. 2019. "Does Islamic stock sensitivity to oil prices have economic significance?". *Pacific Basin Finance Journal*, 53(2017), 497–512. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.04.003>

⁴⁰ Basher, S. A., Haug, A. A., & Sadorsky, P. 2012. "Oil prices, exchange rates and emerging stock markets". *Energy Economics*, 34(1), 227–240. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2011.10.005>

⁴¹ Khan, Z. 2012. "Impact of Interest Rate, Exchange Rate and Inflation on Stock Returns of Kse 100 Index". International Journal of Economics and Research

tidak menunjukkan pengaruh terhadap perkembangan index saham syariah, salah satunya ialah tingkat suku bunga.⁴² Hal ini dapat disebabkan oleh absennya suku bunga sebagai acuan utama dalam saham syariah. Suku bunga sendiri, karena berdasarkan hubungan yang dihasilkan antara suku bunga dan tingkat index saham konvensional menunjukkan adanya hubungan yang negative melalui rendahnya minat investasi yang terjadi apabila suku bunga cenderung meningkat.⁴³

Sedangkan pada variabel oil price tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham pada ISSI, hal ini dapat disebabkan oleh banyaknya factor karena berdasarkan perolehan nilai koefisiensi yang bernilai positif oil price memberikan pengaruh yang positif terhadap index saham dan oil price memberikan pengaruh positif terhadap index saham dalam jangka pendek, sedangkan penelitian lainnya mengungkapkan bahwa sekitar 32% saham memiliki reaksi yang signifikan terhadap harga minyak.⁴⁴ Sebaliknya dalam jangka panjang pengaruh yang ditimbulkan akan bersifat negative, dimana dalam temuannya menunjukkan bahwa, di pasar negara berkembang, pergerakan positif harga minyak memiliki dampak negative yang signifikan terhadap harga saham. Sebaliknya dalam temuan lainya pengaruh yang ditimbulkan cenderung bersifat negatif.⁴⁵

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil dan diskusi di atas, maka dapat disimpulkan bahwa variabel inflasi dan harga emas secara signifikan mempengaruhi index saham ISSI baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, sedangkan pada ketiga variabel lainnya yaitu nilai tukar, interest rate dan harga minyak dunia memiliki pengaruh yang tidak signifikan meski pada variabel harga minyak dunia memiliki hubungan yang positif, ditandai dengan adanya nilai koefisiensi yang positif.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Ameer, M., Hammad, W., Ismail, A., & Hamdan, A. (2018). The relationship of gold price with the stock market: The case of frankfurt stock exchange. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 8(5), 357–371.
- Al-hajj, E., Al-Mulali, U., & Solarin, S. A. (2018). Oil price shocks and stock returns nexus for Malaysia: Fresh evidence from nonlinear ARDL test. *Energy Reports*, 4, 624–637. <https://doi.org/10.1016/j.egy.2018.10.002>
- Ali, S., Shahzad, S. J. H., Raza, N., & Al-Yahyaee, K. H. (2018). Stock market efficiency: A comparative analysis of Islamic and conventional stock markets. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 503, 139–153. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2018.02.169>

⁴² Bahloul, S., Mroua, M., & Naifar, N. 2017. "The impact of macroeconomic and conventional stock market variables on Islamic index returns under regime switching". *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 62–74. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.09.003>

⁴³ Dotsis, G., 2020. "Investment under uncertainty with a zero lower bound on interest rates". *Economics Letters*, 188, 108954. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2020.108954>

⁴⁴ Narayan, P. K., Phan, D. H. B., & Sharma, S. S. 2019. "Does Islamic stock sensitivity to oil prices have economic significance?". *Pacific Basin Finance Journal*, 53(2017), 497–512. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.04.003>

⁴⁵ Köse, N., & Ünal, E. 2020. "The impact of oil price shocks on stock exchanges in Caspian Basin countries". *Energy*, 190. <https://doi.org/10.1016/j.energy.2019.116383>

- Alkhezali, O. M., & Zoubi, T. A. (2020). Gold and portfolio diversification: A stochastic dominance analysis of the Dow Jones Islamic indices. *Pacific Basin Finance Journal*, 60(June 2019), 101264. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101264>
- Antonakakis, N., Gupta, R., & Tiwari, A. K. (2017). Has the correlation of inflation and stock prices changed in the United States over the last two centuries? *Research in International Business and Finance*, 42, 1–8. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.005>
- Areli Bermudez Delgado, N., Bermudez Delgado, E., & Saucedo, E. (2018). The relationship between oil prices, the stock market and the exchange rate: Evidence from Mexico. *North American Journal of Economics and Finance*, 45(March), 266–275. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.03.006>
- Asmy, M., Rohilina, W., Hassama, A., & Fouad, M. et al. (2009). Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices Inmalaysia : an Approach of Error Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Malaysia : an Approach of Error. *Munich Personal RePEc Archive*, 7(April), 1–32. <https://mp.ra.ub.uni-muenchen.de/20970>
- Assefa, T. A., Esqueda, O. A., & Mollick, A. V. (2017). Stock returns and interest rates around the World: A panel data approach. *Journal of Economics and Business*, 89, 20–35. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2016.10.001>
- Bahloul, S., Mroua, M., & Naifar, N. (2017). The impact of macroeconomic and conventional stock market variables on Islamic index returns under regime switching. *Borsa Istanbul Review*, 17(1), 62–74. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.09.003>
- Basher, S. A., Haug, A. A., & Sadorsky, P. (2012). Oil prices, exchange rates and emerging stock markets. *Energy Economics*, 34(1), 227–240. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2011.10.005>
- Ben Rejeb, A., & Arfaoui, M. (2019). Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? A state space modeling approach. *European Journal of Management and Business Economics*, 28(3), 301–322. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-08-2018-0088>
- Bouoiyour, J., Selmi, R., & Wohar, M. E. (2018). Are Islamic stock markets efficient? A multifractal detrended fluctuation analysis. *Finance Research Letters*, 26, 100–105. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.12.008>
- C.W.J. Granger and P. Newbold. (1974). Spurious Regressions in Econometrics. *Journal of Econometrics* 2, 111–120. <https://doi.org/10.1002/9780470996249.ch27>
- CHAI, G., YOU, D. ming, & CHEN, J. yu. (2019). Dynamic response pattern of gold prices to economic policy uncertainty. *Transactions of Nonferrous Metals Society of China (English Edition)*, 29(12), 2667–2676. [https://doi.org/10.1016/S1003-6326\(19\)65173-3](https://doi.org/10.1016/S1003-6326(19)65173-3)
- Dong, W., Lien, D., Lv, X., & Tan, C. (2019). The cross-border impacts of China's official rate shocks on stock returns of Chinese concepts shares listed on U.S. market. *International Review of Economics & Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.11.015>
- Dotsis, G. (2020). Investment under uncertainty with a zero lower bound on interest rates. *Economics Letters*, 188, 108954. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2020.108954>
- Fuller, D. A. D. and W. A. (1981). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root. *Econometrica*, Vol. 49, N.
- Gong, P., & Dai, J. (2017). Monetary policy, exchange rate fluctuation, and herding behavior in the stock market. *Journal of Business Research*, 76, 34–43. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.02.018>
- Jammazi, R., Ferrer, R., Jareño, F., & Hammoudeh, S. M. (2017). Main driving factors of the interest rate-stock market Granger causality. *International Review of Financial Analysis*, 52, 260–280. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2017.07.008>

- Karim, M. M., & Masih, M. (2019). Do the Islamic Stock Market Returns Respond Differently to the Realized and Implied Volatility of Oil Prices? Evidence from the Time–Frequency Analysis. *Emerging Markets Finance and Trade*, 00(00), 1–16. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1663409>
- Kelikume, Ikechukwu; Muritala, O. A. (2019). The impact of changes in oil price on stock market: Evidence from Africa. *International Journal of Management, Economics and Social Sciences (IJMESS) Suggested*, Vol. 8(Iss. 3), 169–194. <https://doi.org/10.32327/IJMESS.8.3.2019.11>
- Khan, Z. (2012). Impact of Interest Rate, Exchange Rate and Inflation on Stock Returns of Kse 100 Index. *International Journal of Economics and Research*.
- Köse, N., & Ünal, E. (2020). The impact of oil price shocks on stock exchanges in Caspian Basin countries. *Energy*, 190. <https://doi.org/10.1016/j.energy.2019.116383>
- Kumar, K. K., & Sahu, B. (2017). Dynamic Linkages Between Macroeconomic Factors and Islamic Stock Indices in a Non-Islamic Country India. *The Journal of Developing Areas*, 51(1), 193–205. <https://doi.org/10.1353/jda.2017.0011>
- Li, W., Lu, X., Ren, Y., & Zhou, Y. (2018). Dynamic relationship between RMB exchange rate index and stock market liquidity: A new perspective based on MF-DCCA. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 508, 726–739. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2018.05.097>
- Liu, L., & Wan, J. (2012). The relationships between Shanghai stock market and CNY/USD exchange rate: New evidence based on cross-correlation analysis, structural cointegration and nonlinear causality test. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 391(23), 6051–6059. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2012.07.036>
- anurung, R. & M. (2008). *Teori Ekonomi Makro: Suatu Pengantar Edisi ke 4*. FE:UI.
- Mbengue, M. L. (2017). Creation of an Islamic stock index in West Africa. *Research in International Business and Finance*, 41(March), 105–108. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.017>
- Mensi, W. (2019). Global financial crisis and co-movements between oil prices and sector stock markets in Saudi Arabia: A VaR based wavelet. *Borsa Istanbul Review*, 19(1), 24–38. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.11.005>
- Mensi, W., Hammoudeh, S., Al-Jarrah, I. M. W., Sensoy, A., & Kang, S. H. (2017). Dynamic risk spillovers between gold, oil prices and conventional, sustainability and Islamic equity aggregates and sectors with portfolio implications. *Energy Economics*, 67, 454–475. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2017.08.031>
- Mensi, W., Hammoudeh, S., Tiwari, A. K., & Al-Yahyaee, K. H. (2019). Impact of Islamic banking development and major macroeconomic variables on economic growth for Islamic countries: Evidence from panel smooth transition models. *Economic Systems*. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2019.100739>
- Mishra, S., Sharif, A., Khuntia, S., Meo, S. A., & Rehman Khan, S. A. (2019). Does oil prices impede Islamic stock indices? Fresh insights from wavelet-based quantile-on-quantile approach. *Resources Policy*, 62(April), 292304. <https://doi.org/10.1016/j.resoulpol.2019.04.005>
- Narayan, P. K., & Narayan, S. (2010). Modelling the impact of oil prices on Vietnam’s stock prices. *Applied Energy*, 87(1), 356–361. <https://doi.org/10.1016/j.apenergy.2009.05.037>
- Narayan, P. K., Phan, D. H. B., & Sharma, S. S. (2019). Does Islamic stock sensitivity to oil prices have economic significance? *Pacific Basin Finance Journal*, 53(2017), 497–512. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.04.003>

- Pesaran, M. H., & Timmermann, A. (1995). Predictability of Stock Returns: Robustness and Economic Significance. *The Journal of Finance*, 50(4), 1201–1228. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04055.x>
- Rachmawati, M., & Laila, N. (2015). Faktor Makroekonomi yang Mempengaruhi Pergerakan Harga Saham pada Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 2(11), 928–942.
- Roubaud, D., & Aroui, M. (2018). Oil prices, exchange rates and stock markets under uncertainty and regime-switching. *Finance Research Letters*, 27, 28–33. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.02.032>
- Shabbir, M. S. (2018). Classification and prioritization of waqf lands: a Selangor case. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(1), 40–58. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-02-2017-0038>
- Singhal, S., Choudhary, S., & Biswal, P. C. (2019). Return and volatility linkages among International crude oil price, gold price, exchange rate and stock markets: Evidence from Mexico. *Resources Policy*, 60(September 2018), 255–261. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2019.01.004>
- Trabelsi, N., & Naifar, N. (2017). Are Islamic stock indexes exposed to systemic risk? Multivariate GARCH estimation of CoVaR. *Research in International Business and Finance*, 42(October 2016), 727–744. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.013>
- Urooj aijaz, M. F. and saad M. (2016). *impact of Oil and Gold Prices on stock Market index*. 10