

DINAMIKA HUBUNGAN *FOREIGN DIRECT INVESTMENT* (FDI), MAKROEKONOMI DAN *RETURN* INDEKS SAHAM SYARIAH DI EMPAT NEGARA ASEAN

Nur Fitriyanto¹, Misnen Ardiansyah², Muhammad Ghafur Wibowo³, Ibi Satibi⁴

*^{1,2,3,4}UIN Sunan Kalijaga Yogyakarta, Yogyakarta;
nur.fitriyanto@uin-suka.ac.id¹*

***Abstrak:** Negara-negara Asia Tenggara sangat menantikan integrasi pasar modal. Kehadiran momentum ini menuntut kondisi ekonomi yang stabil di masing-masing negara dan pasar modal yang menarik. Momentum ini juga menjadi peluang bagi pasar modal syariah untuk lebih dikembangkan di kawasan ini. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh Foreign Direct Investment (FDI) dan variabel makroekonomi yaitu pertumbuhan ekonomi, inflasi, suku bunga acuan dan nilai tukar terhadap return indeks saham syariah di empat negara ASEAN yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand dan Singapura. Periode penelitian sejak triwulan empat tahun 2006 sampai dengan triwulan pertama tahun 2020. Metode yang digunakan dalam pembuktian empiris dalam penelitian ini adalah Autoregressive Distributed Lag Bounds Testing Approach (ARDL). Studi ini menemukan hubungan kointegrasi jangka panjang di semua negara objek penelitian. Dalam hal hubungan jangka panjang dan dinamika jangka pendek, penelitian ini menemukan variasi koefisien hasil dan arah di 4 negara ASEAN. Kecepatan penyesuaian kembali*

saldo jika terjadi guncangan masing-masing adalah 44,7%, 65,4%, 43,5% dan 50,0% per bulan.

Kata kunci: FDI, pertumbuhan ekonomi, inflasi, suku bunga, nilai tukar, ARDL

Abstract: Southeast Asian countries are looking forward to capital market integration. The presence of this momentum requires stable economic conditions in each country and an attractive capital market. This momentum is also an opportunity for the Islamic capital market to be further developed in this region. This study aims to examine the effect of Foreign Direct Investment (FDI) and macroeconomic variables, namely economic growth, inflation, reference interest rates and exchange rates on the return of the Islamic stock index in four ASEAN countries, namely Indonesia, Malaysia, Thailand and Singapore. The research period since four quarter of 2006 until the first quarter of 2020. The method used in empirical evidence in this study is the Autoregressive Distributed Lag Bounds Testing Approach (ARDL). This study found a long-term cointegration relationship in all research object countries. In terms of long-term relationships and short-term dynamics, this study finds variations in yield and direction coefficients in 4 ASEAN countries. The speed of readjustment of balance in case of shocks, respectively, is 44.7%, 65.4%, 43.5% and 50.0% per month.

Keywords: FDI, economic growth, inflation, interest rates, exchange rates, ARDL

Pendahuluan

Pasar saham memainkan peran yang sangat penting baik bagi investor dan perusahaan dalam pembiayaan ekuitas dan keputusan manajemen portofolio. Perkembangan pasar saham tidak hanya penting dalam perkembangan ekonomi suatu negara, tetapi juga merupakan indikator penting dari kegiatan ekonomi masa depan dan kekuatan

ekonomi suatu negara.¹ Kehancuran ekonomi dunia akibat krisis keuangan global yang terjadi pada tahun 2007–2008 sangat berdampak pada industri pasar saham dunia. Pada saat itu, sistem keuangan berbasis ekonomi Islam lebih tahan terhadap gejolak krisis. Banyak hal yang membuat sistem ekonomi Islam, baik itu perbankan syariah maupun efek syariah tetap bertahan dalam krisis keuangan global, seperti contohnya penempatan investasi pada sektor riil dan menghindari spekulasi seperti derivatif yang diyakini banyak analis menyebabkan krisis keuangan yang memengaruhi bank konvensional.²

Negara-negara ASEAN yang meliputi Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, Vietnam, Brunei Darussalam, Laos, Myanmar dan Kamboja merupakan kawasan ekonomi paling dinamis di dunia. Beberapa negara-negara Asia tenggara tersebut memiliki kinerja yang menjadi bagian dari "keajaiban" Asia yang telah telah dipelajari dengan baik oleh para ekonom dan pembuat kebijakan di seluruh dunia. Menurut data IMF pada tahun 1997 wilayah ASEAN menyumbang sekitar 7,5 persen dari populasi dunia dan bagian dari produksi dunia yang sedang tumbuh pesat. Sebagai hasil dari pertumbuhan ekonomi yang kuat dan berkelanjutan sejak tahun 1970, Singapura kini telah bergabung dengan negara-negara industri kaya. Di lain sisi, Indonesia, Malaysia, dan Thailand telah mengalami peningkatan pendapatan per kapita riil lebih dari tiga kali lipat selama periode ini. Akhir-akhir ini,

¹ Musa, S. U., & Ibrahim, M. Stock market development, foreign direct investment and macroeconomic stability: Evidence from Nigeria. *World*, 62, Vol. 5, 2010, hlm. 279.

² Elasrag, Hussein. "Global Financial crisis and Islamic finance." *Available at SSRN 1591563*, 2010.

Filipina juga mengalami peningkatan tingkat pertumbuhannya mendekati negara-negara lain di kawasan.

Indeks saham merupakan suatu tolak ukur yang penting untuk melihat kinerja saham secara garis besar. Tentu kinerja indeks ini banyak dipengaruhi baik faktor eksternal maupun internal. *Foreign Direct Investment* (FDI) dan makroekonomi merupakan beberapa faktor eksternal yang pernah digunakan peneliti untuk mengamati kinerja indeks saham, meskipun hasilnya masih belum mencapai kata sepakat. Seperti yang dilakukan oleh Adam dan Tweneboah meneliti hubungan antara FDI dengan perkembangan pasar saham di Ghana, yang hasilnya bahwa FDI berpengaruh positif signifikan di Ghana.³ Sedangkan Topaloglu et al. melaporkan bahwa FDI berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *return* pasar saham, atas studinya pada negara-negara E7 ((Brasil, Cina, Indonesia, India, Meksiko, Rusia, Turki) untuk periode waktu 2005 hingga 2016 menggunakan analisis data panel.⁴ Wongbangpo dan Sharma menginvestigasi peran variabel makroekonomi terpilih yaitu PDB, CPI, perputaran uang, suku bunga dan nilai tukar terhadap harga saham di lima Negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura dan Thailand). Hasilnya disimpulkan bahwa variabel makroekonomi pada negara-negara ini

³ Adam, Anokye M., and George Tweneboah. "Macroeconomic factors and stock market movement: Evidence from Ghana." *Available at SSRN 1289842*, 2008.

⁴ Topaloglu, Emre Esat; Şahin, Serkan; Ege, İlhan. The Effect of Foreign Direct And Portfolio Investments on Stock Market Returns in E7 Countries. *Journal of Accounting & Finance*, 2019, 83.

menyebabkan dan disebabkan hubungan kausalitas dalam pengujian Granger serta hasilnya menunjukkan variasi temuan.⁵

Beberapa penelitian dilakukan untuk menentukan apakah indeks Islam bisa tampil lebih baik daripada indeks konvensional dalam hal risiko dan pengembalian (Hussein 2004; Hakim & Rashidian 2002; Dewandaru et al. 2015; Abul Basher et al. 2014; Milly & Sultan 2012; Hayat & Kraussl 2011; Abdullah et al. 2007). Studi-studi tersebut menghasilkan berbagai temuan dan tidak dapat mencapai kesepakatan umum tentang masalah ini. Banyak penelitian telah menghubungkan efek variabel ekonomi makro dengan saham konvensional. Namun, belum banyak penelitian yang menyelidiki dampak pada saham syariah pada negara-negara yang lebih kecil seperti beberapa negara ASEAN (*Association of Southeast Asian Nations*).

Penelitian ini berusaha menjawab inkonsistensi hasil terbaru yaitu dinamika hubungan FDI dan stabilitas ekonomi makro terhadap *return* indeks saham syariah dengan area penelitian yang merupakan kawasan perkembangan pasar saham syariah yang potensial yaitu Indonesia, Malaysia, Thailand dan Singapura. Dalam penelitian ini FDI dan variabel makroekonomi seperti tingkat pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, suku bunga acuan dan nilai tukar terhadap dolar AS terhadap *return* indeks saham syariah dalam jangka panjang dan jangka pendek. Penelitian ini menggunakan alat analisis paling mutakhir yang mengatasi keterbatasan model regresi dinamis sebelumnya. *Autoregressive Distributed Lag* dengan pendekatan *Bounds Testing*

⁵ Wongbangpo, Praphan; Sharma, Subhash C. Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries. *Journal of asian Economics*, 2002, 13.1: 27-51.

yang dikembangkan oleh Pesaran dan Shin⁶ dan Pesaran et al.⁷ memberikan beberapa keunggulan, di antaranya ARDL tidak mensyaratkan data stasioner pada orde yang sama seperti pada model regresi dinamis konvensional, namun tidak boleh stasioner pada orde *second different*, kemudian ARDL relatif lebih efisien dalam kasus ukuran data sampel kecil dan terbatas. Kelebihan terakhir dari teknik ARDL adalah hasil estimasinya diperoleh perkiraan yang tidak bias dari model jangka panjang.⁸

Kajian Pustaka

Arbitrage Pricing Theory (APT)

Arbitrage Pricing Theory (APT) merupakan teori penetapan harga aset yang menyatakan bahwa pengembalian aset dapat diperkirakan dengan hubungan linier dari pengembalian aset yang diharapkan dan faktor ekonomi makro yang memengaruhi risiko aset.⁹ Teori ini diciptakan pada tahun 1976 oleh ekonom Amerika, Stephen Ross.

APT berasumsi bahwa investor percaya *return* sekuritas akan ditentukan oleh sebuah model faktorial dengan sejumlah (n) faktor

⁶ Pesaran, M. H., & Shin, Y. An autoregressive distributed lag modelling approach to cointegration analysis.1995.

⁷ Pesaran, M. Hashem; Shin, Yongcheol; Smith, Richard J. Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of applied econometrics*, 2001, 16.3: 289-326.

⁸ Harris, Richard, and Robert Sollis. *Applied time series modelling and forecasting*. Wiley, 2003.

⁹ Stephen A Ross. The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*. Volume 13, Issue 3, 1976, Pages 341-360, ISSN 0022-0531, [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(76\)90046-6](https://doi.org/10.1016/0022-0531(76)90046-6).

risiko. Risiko dalam APT didefinisikan sebagai sensitivitas saham terhadap faktor-faktor ekonomi makro, dan besarnya *return* harapan akan dipengaruhi oleh sensitivitas tersebut. Secara umum memang tidak akan mungkin untuk menggunakan analisis faktor dalam mengidentifikasi faktor-faktor apa saja yang melandasi (*underlying factors*) perubahan *return*, namun sejumlah peneliti mencoba untuk menggunakan berbagai variabel makro ekonomi untuk menggantikan *underlying factors*.

APT bertujuan untuk menunjukkan dengan tepat harga pasar wajar dari sekuritas yang mungkin untuk sementara harganya salah. Hal ini mengasumsikan bahwa perilaku pasar kurang efisien sempurna sehingga kadang-kadang mengakibatkan terjadinya harga aset yang salah, baik dinilai terlalu tinggi atau terlalu rendah dalam jangka waktu yang singkat. Namun, pasar pada akhirnya akan memperbaiki situasi itu sendiri dengan cara menggerakkan harga kembali ke nilai pasar wajarnya. Bagi seorang arbitrase, sekuritas yang salah harganya untuk sementara merupakan peluang jangka pendek untuk mendapatkan keuntungan yang hampir bebas risiko.

Dengan demikian, teori APT ini menyarankan kepada investor atau pengambil kebijakan untuk memperhatikan faktor-faktor ekonomi makro yang turut memengaruhi pergerakan harga aset/saham yang ada di pasar modal.

Investasi Saham dalam perspektif Islam

Salah satu dalil investasi adalah QS. Al-Baqarah ayat 261, Allah menginformasikan bahwa jika orang-orang yang kelebihan hartanya untuk berinfaq, maka hartanya tidak berkurang bahkan akan lebih

berkah dan bertambah. Secara implisit, ayat tersebut menganjurkan untuk menginvestasikan harta dalam kegiatan yang produktif sehingga harta semakin bertambah dan bernilai baik di dunia maupun di akhirat. Hal ini sesuai dengan QS. Al-Baqarah ayat 261 dengan terjemahan : “Perumpamaan orang yang menginfakkan hartanya di jalan Allah seperti sebutir biji yang menumbuhkan tujuh tangkai, pada setiap tangkai ada seratus biji. Allah melipatgandakan bagi siapa yang Dia kehendaki, dan Allah Maha Luas, Maha Mengetahui.”¹⁰

Tafsir dari ayat tersebut yaitu pada kata مَثَلٌ yang berarti perumpamaan manusia melakukan infaq di jalan Allah, maka akan dilipatgandakan pahalanya di sisi Allah bagi yang Allah kehendaki, hal ini akan menjadi motivasi seseorang untuk melakukan infaq. Makna dilipatgandakan menjadi tujuh ratus bukan berarti hal itu bilangan yang ditetapkan, dan tujuh ratus bukan makna di atas enam ratus sembilan puluh sembilan atau di bawah tujuh ratus satu, namun hal itu menunjukkan bahwa sangat banyaknya lipat ganda yang akan Allah berikan kepada orang melakukan infaq.¹¹

Selain hal itu, investasi merupakan bagian dari aktivitas ekonomi (muamalah *māliyah*) maka berlaku kaidah fikih muamalah seperti pada Fatwa DSN-MUI No: 40/DSN-MUI/X/2003, yakni “pada dasarnya semua bentuk muamalah termasuk di dalamnya aktivitas ekonomi adalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.”

¹⁰ Al-Qur'an dan terjemahan. Kementerian Agama Republik Indonesia. 2017

¹¹ Shihab, Quraish. *Tafsir Al-Mishbah Pesan, Kesan dan Keserasian al-Qur'an*, (Vol.1; Tangerang: Lentera Hati, 2002), hlm. 567

Metode Screening Syariah

Elfakhani, Hassan dan Sidani mengatakan bahwa proses *screening* memiliki tujuan untuk mengidentifikasi saham-saham yang melanggar prinsip-prinsip syariah, seperti riba, perjudian (maisir) dan ketidakpastian (*garar*).¹² Namun terjadi perbedaan pendapat menyikapi proses *screening* terhadap emiten, di antaranya disampaikan oleh Alhabsyi, bahwa saham harus sesuai dengan prinsip-prinsip syariah atau terlepas dari spekulasi adalah suatu kewajiban. Namun menurutnya, kondisi saat ini tidak memungkinkan sepenuhnya dilarang dan terbebas dari spekulasi dalam proses *screening*. Pendapatnya dikarenakan sebagian besar negara memiliki lembaga keuangan non syariah atau konvensional, sehingga ketika berhadapan dengan institusi tersebut tidak bisa menghindar dengan praktik yang diharamkan seperti riba yang jelas dilarang dalam Islam.¹³

Penelitian Terdahulu

Wongbangpo dan Sharma menginvestigasi peran variabel makroekonomi terpilih yaitu PDB, CPI, perputaran uang, suku bunga dan nilai tukar terhadap harga saham di lima Negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura dan Thailand). Hasilnya disimpulkan bahwa variabel makroekonomi pada negara-negara ini menyebabkan dan disebabkan hubungan kausalitas dalam pengujian

¹² Elfakhani, Said; Hassan, M. Kabir; Sidani, Yusuf. Comparative performance of Islamic versus secular mutual funds. In: *12th Economic Research Forum Conference in Cairo, Egypt*. 2005. p. 19-21.

¹³ Alhabsyi, S. Y. Stock screening process. *Islamic Finance Bulletin*, 2008, 20: 24-30.

Granger. PDB berpengaruh positif di semua negara. Hubungan negatif jangka panjang antara harga saham dan suku bunga ditemukan di Filipina, Singapura dan Thailand, namun ditemukan hubungan positif di Indonesia dan Malaysia. Inflasi dan money supply berpengaruh negatif jangka panjang di Indonesia dan Filipina, sedangkan di Malaysia, Thailand dan Singapura berpengaruh negatif. Nilai tukar berpengaruh positif di Indonesia, Malaysia dan Filipina sedangkan berpengaruh negatif di Thailand dan Singapura.¹⁴

Gan et al. menyimpulkan bahwa di indeks NZSE40 pasar saham Selandia Baru, secara konsisten ditentukan oleh variabel ekonomi makro berupa tingkat suku bunga, jumlah uang beredar dan PDB riil.¹⁵

Rahman et al. juga mengeksplorasi hubungan antara variabel makroekonomi terhadap harga saham di pasar saham Malaysia. Dengan menggunakan alat uji ekonometrika VAR, hasilnya menunjukkan bahwa perubahan indeks pasar saham Malaysia terbukti adanya kointegrasi hubungan dengan perubahan jumlah uang beredar, suku bunga, nilai tukar, *reserves* dan indeks produksi industri. Pada uji *exclusion lag* menunjukkan bahwa keenam variabel berkontribusi secara signifikan pada hubungan kointegrasi. Hal ini menunjukkan bahwa pasar saham Malaysia sensitif terhadap perubahan yang terjadi variabel makroekonomi.¹⁶

¹⁴ Wongbangpo, Praphan; Sharma, Subhash C. op.cit.

¹⁵ Gan, Christopher, et al. Macroeconomic variables and stock market interactions: New Zealand evidence. *Investment management and financial innovations*, 2006, 3, Iss. 4: 89-101.

¹⁶ Rahman, Aisyah Abdul; Sidek, Noor Zahirah Mohd; Tafri, Fauziah Hanim. Macroeconomic determinants of Malaysian stock market. *African Journal of Business Management*, 2009, 3.3: 095-106.

Khan dan Zaman menguji pengaruh variabel makroekonomi terhadap harga saham di Bursa Efek Pakistan pada tahun 1998 sampai dengan 2009. Variabel makroekonomi tersebut adalah produk domestik bruto, ekspor, indeks harga konsumen, jumlah uang beredar M2, nilai tukar, investasi asing langsung dan harga minyak. Menggunakan regresi data panel *fixed effect* hasilnya menyatakan bahwa produk domestik bruto dan nilai tukar berpengaruh positif terhadap harga saham sedangkan indeks harga konsumen berpengaruh negatif terhadap harga saham. Hasil ekspor, uang beredar M2, investasi asing langsung dan harga minyak tidak signifikan.¹⁷

Haq juga menguji pengaruh FDI pada *return* saham di pasar saham Pakistan. Pakistan merupakan negara dengan ekonomi berkembang di Asia dan telah menarik FDI yang baik. Haq menggunakan regresi yang menemukan bahwa ada hubungan positif antara *return* saham dan FDI dalam kasus negara Pakistan.¹⁸

Penelitian ini berbeda dengan mayoritas penelitian sebelumnya. Penelitian ini melakukan variasi variabel dengan menggunakan variabel FDI dan variabel makro ekonomi diuji hubungannya terhadap *return* indeks saham syariah di Negara ASEAN yang memiliki indeks saham syariah sejak diluncurkan sampai triwulan I tahun 2020, dan menerapkan alat uji ekonometrika yang mutakhir dan memiliki beberapa keunggulan dibanding alat uji konvensional lainnya pada data *time*

¹⁷ Khan, Muhammad Nauman; Zaman, Sharif. Impact of macroeconomic variables on stock prices: Empirical evidence from Karachi stock exchange, Pakistan. In: *Business, Economics, Financial Sciences, and Management*. Springer, Berlin, Heidelberg, 2012. p. 227-233.

¹⁸ Haq, Ata Ul. Role of FDI in Stock Returns: A Case of Pakistan. *Asian Journal of Economics, Finance and Management*, 2019, 99-104.

series seperti keterbatasan penelitian sebelumnya, yaitu pendekatan *ARDL Bounds Testing*.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh FDI terhadap return indeks saham syariah

FDI yang masuk dalam perekonomian suatu negara turut mengembangkan perusahaan yang diinduksi dengan adanya modal segar dari investor asing tersebut. Aliran modal dari negara asing tersebut memberikan pengaruh terhadap kinerja perusahaan, tersedianya lapangan pekerjaan bahkan sampai dengan adanya transfer teknologi dari negara asal modal kepada negara penerima modal. Manfaat-manfaat positif ini terbukti meningkatkan pertumbuhan ekonomi suatu negara yang menjadi tujuan investasi modal asing.¹⁹

Hal tersebut sesuai dengan pendapat Adam dan Tweneboah, yang mengatakan bahwa adanya hubungan segitiga sebab-akibat yaitu : (1) FDI merangsang pertumbuhan ekonomi (2) pertumbuhan ekonomi mendorong pengembangan pasar saham; dan (3) implikasi bahwa FDI mempromosikan pengembangan pasar saham.²⁰ Penelitian yang membuktikan bahwa FDI berpengaruh positif terhadap *return* saham antara lain : Ding dan Sun²¹, Mukhopadhyay dan Sarkar²², Adam dan Tweneboah²³ dan Haq²⁴

¹⁹ Almfraji, Mohammad Amin; Almsafir, Mahmoud Khalid. Foreign direct investment and economic growth literature review from 1994 to 2012. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 2014, 129: 206-213.

²⁰ Adam, Anokye M., and George Tweneboah, loc.cit

²¹ Ding, David K., and Qian Sun. "The information content of FDI announcements: evidence from an emerging market." *International Review of Financial Analysis* 6.1. 1997, 63-76.

Dari pemaparan di atas, sehingga bisa ditarik hipotesis bahwa :

Ha₁ : Foreign Direct Investment (FDI) berpengaruh positif signifikan terhadap return indeks saham syariah di 4 Negara ASEAN.

Pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap return indeks saham syariah

Pertumbuhan ekonomi diukur dengan komponen Pendapatan Domestik Bruto (PDB), yang dalam perhitungannya melibatkan konsumsi masyarakat. Tingginya tingkat pertumbuhan ekonomi, juga mengindikasikan tingginya konsumsi masyarakat sehingga omset penjualan juga akan naik seiring kemampuan daya beli masyarakat yang tinggi. Permintaan konsumen terhadap produk perusahaan yang meningkat, selaras akan meningkatkan profitabilitas perusahaan, sehingga harga saham dan *return* saham akan meningkat karena meningkatnya laju pertumbuhan ekonomi.

Berdasarkan penelitian Geske dan Roll²⁵, Chen et al²⁶, Fama²⁷, Mukherje dan Naka²⁸, Syahrir²⁹, Wongbangpo dan Sharma³⁰ dan Khan

²² Bhattacharya, Kaushik, Nityananda Sarkar, and Debabrata Mukhopadhyay. "Stability of the day of the week effect in return and in volatility at the Indian capital market: a GARCH approach with proper mean specification." *Applied Financial Economics* 13.8. 2003, 553-563.

²³ *Ibid*

²⁴ Haq, Ata Ul, loc.cit.

²⁵ Geske, Robert, and Richard Roll. "The fiscal and monetary linkage between stock returns and inflation." *The journal of Finance* 38.1. 1983, 1-33.

²⁶ Chen, Nai-Fu, Richard Roll, and Stephen A. Ross. "Economic forces and the stock market." *Journal of business*, 1986, 383-403.

²⁷ Fama, Eugene F. "Stock returns, expected returns, and real activity." *The journal of finance* 45.4. 1990,9-1108.

dan Zaman³¹ yang menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan ekonomi kemungkinan akan meningkatkan dengan *return* saham dari melalui profitabilitas perusahaan. Dengan demikian, hipotesis penelitian ini adalah :

Ha₂ : Tingkat pertumbuhan ekonomi berpengaruh positif signifikan terhadap *return* indeks saham syariah di 4 Negara ASEAN.

Pengaruh inflasi terhadap return indeks saham syariah

Kenaikan harga-harga barang kebutuhan masyarakat dalam waktu yang lama, akan menyebabkan daya beli konsumen menurun, hal ini cenderung membuat masyarakat urung membelanjakan uangnya, karena disebabkan nilai uang yang turun serta biaya produksi perusahaan juga meningkat, dengan demikian maka profitabilitas perusahaan akan turun, sehingga permintaan investor atas saham-saham juga akan rendah, yang artinya *return* saham akan turun.

Hasil penelitian oleh Fama dan Schwert³², Chen, Roll dan Ross³³ dan Nelson³⁴ menyatakan terdapat hubungan negatif antara

²⁸ Mukherjee, Tarun K.; Naka, Atsuyuki. Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: an application of a vector error correction model. *Journal of financial Research*, 1995, 18.2: 223-237

²⁹ Syahrir. *Analisis Bursa Efek*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama. Anggota IKAPI. 1995

³⁰ Wongbangpo, Praphan; Sharma, Subhash C. Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries. *Journal of asian Economics*, 2002, 13.1: 27-51.

³¹ Khan, Muhammad Nauman; Zaman, Sharif. Impact of macroeconomic variables on stock prices: Empirical evidence from Karachi stock exchange, Pakistan. In: *Business, Economics, Financial Sciences, and Management*. Springer, Berlin, Heidelberg, 2012. p. 227-233.

³² Fama, Eugene F., and G. William Schwert. "Asset returns and inflation." *Journal of financial economics* 5.2, 1977, 115-146.

inflasi dan harga saham. Sama halnya Hooker juga berpendapat bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap harga saham, kondisi ini mengisyaratkan bahwa kenaikan inflasi memberikan sinyal negatif terhadap pelaku investasi di pasar saham.³⁵ Di regional Asia, ada Syahrir³⁶, Wongbangpo dan Sharma³⁷, Sohail dan Hussain³⁸ dan Khan dan Zaman³⁹ yang mengatakan bahwa inflasi memiliki hubungan yang signifikan terhadap pasar saham syariah. Dari pemaparan di atas, maka pada penelitian ini hipotesis yang diajukan adalah :

Ha₃ : Tingkat inflasi berpengaruh negatif signifikan terhadap return indeks saham syariah di 4 Negara ASEAN.

Pengaruh Suku Bunga Acuan terhadap return indeks saham syariah

Penawaran dan permintaan uang dapat menentukan tingkat suku bunga. Ketika suku bunganya tinggi, investor lebih memilih untuk mengamankan tabungan mereka di bank daripada berinvestasi di pasar

³³ Chen, Nai-Fu, Richard Roll, and Stephen A. Ross, loc.cit

³⁴ Nelson, Charles R. "Inflation and capital budgeting." *The Journal of Finance* 31.3, 1976, 923-931.

³⁵ Hooker, Mark A. "Macroeconomic factors and emerging market equity returns: a Bayesian model selection approach." *Emerging markets review* 5.4, 2004, 379-387.

³⁶ Syahrir. *Analisis Bursa Efek*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama. Anggota IKAPI. 1995

³⁷ Wongbangpo, Praphan; Sharma, Subhash C. Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries. *Journal of asian Economics*, 2002, 13.1: 27-51.

³⁸ Sohail, Nadeem, and Zakir Hussain. "Long-run and short-run relationship between macroeconomic variables and stock prices in Pakistan: The case of Lahore Stock Exchange." *Pakistan Economic and Social Review*.2009, 183-198.

³⁹ Khan, Muhammad Nauman; Zaman, Sharif. Impact of macroeconomic variables on stock prices: Empirical evidence from Karachi stock exchange, Pakistan. In: *Business, Economics, Financial Sciences, and Management*. Springer, Berlin, Heidelberg, 2012. p. 227-233.

saham yang berisiko.⁴⁰ Weston dan Brigham mengemukakan bahwa suku bunga berpengaruh terhadap harga saham, suku bunga yang tinggi dapat meningkatkan biaya bunga sehingga *earning* perusahaan turun yang kemudian akan diikuti pergerakan harga saham juga turun. Apabila hal tersebut terjadi pada banyak saham maka memberikan sinyal negatif terhadap indeks saham syariah, kondisi ini secara pasti memengaruhi investor untuk mengalihkan investasinya ke pasar obligasi maupun pasar uang.⁴¹ Namun, Yusof dan Majid menyatakan bahwa pergeseran suku bunga dapat menyebabkan volatilitas pasar saham konvensional tetapi tidak memengaruhi pasar saham syariah. Fokus utama dari pasar saham konvensional memaksimalkan keuntungan, yang lebih tergantung pada tingkat suku bunga.⁴²

Ha₅ : Suku bunga acuan berpengaruh negatif signifikan terhadap return indeks saham syariah di 4 Negara ASEAN.

Pengaruh nilai tukar terhadap return indeks saham syariah

Salvatore mengatakan bahwa kurs merupakan harga suatu mata uang terhadap mata uang lainnya atau nilai dari suatu mata uang terhadap mata uang lainnya.⁴³ Penelitian Mukherjee dan Naka yang mengkaji hubungan antara kurs dengan pasar modal Jepang yang hasilnya mengungkapkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara

⁴⁰ Zafar, Nousheen; Urooj, Syeda Faiza; Durrani, Tahir Khan. Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economics, finance and administrative sciences*, 2008, 14.1: 135-140.

⁴¹ Weston, J. Fred; Brigham, Eugene. *Fundamentals of Financial Management. Mexico DF McGraw-Hill*, 1994.

⁴² Yusof, Rosylin Mohd; Majid, M. Shabri Abd. Macroeconomic variables and stock returns in Malaysia: An application of the ARDL bound testing approach. *Savings and Development*, 2007, 449-469.

⁴³ Salvatore Dominick. *Ekonomi Internasional*, Erlangga, Jakarta. 1997

kurs dengan pengembalian (*return*) saham.⁴⁴ Hasil yang sejalan juga ditemukan oleh Maysami et al. dalam penelitiannya yang meneliti hubungan nilai tukar dollar Singapura dan pasar modal Singapura.⁴⁵

Adanya dua sudut pandang mengenai hubungan perubahan harga saham dengan perubahan nilai tukar. Pihak yang sepakat dengan "*portfolio-balance*" menyatakan adanya pengaruh negatif antara harga saham dengan nilai tukar. Pengaruh negatif ini membuat saat harga saham meningkat, maka terjadi pelemahan terhadap nilai tukarnya. Berbeda dengan *portofolio balance* yang menyatakan hubungan negatif antar nilai tukar dengan harga saham dengan arah kausalitas dari pasar saham ke pasar uang sesuai dengan kecepatan interaksi pasar uang. Teori ini di dukung oleh penelitian Wongbangpo dan Sharma yang menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif terhadap harga saham di Singapura dan Thailand, namun dalam penelitian yang sama nilai tukar berpengaruh positif terhadap harga saham di Indonesia, Malaysia, dan Filipina. Kahn et al. dan Khong et al. juga menyatakan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara pasar saham dengan nilai tukar.

Ha₅ : Nilai tukar terhadap dolar AS berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* indeks saham syariah di 4 Negara ASEAN.

⁴⁴ Mukherjee, Tarun K.; Naka, Atsuyuki. Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: an application of a vector error correction model. *Journal of financial Research*, 1995, 18.2: 223-237.

⁴⁵ Maysami, Ramin Cooper; Howe, Lee Chuin; Rahmat, Mohamad Atkin. Relationship between macroeconomic variables and stock market indices: Cointegration evidence from stock exchange of Singapore's all-S sector Indices. *Jurnal Pengurusan (UKM Journal of Management)*, 2005, 24.

Metode

Desain Penelitian

Berdasarkan tujuan penelitian, penelitian ini merupakan jenis penelitian *eksplanatif*. Penelitian *eksplanatif* adalah jenis penelitian yang bertujuan untuk menemukan penjelasan tentang mengapa suatu kejadian atau gejala terjadi. Hasil akhir dari penelitian ini adalah gambaran mengenai hubungan sebab akibat.

Populasi

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh data *time series* (deret runtun waktu) dari indeks harga pasar saham syariah, *Foreign Direct Investment* (FDI), tingkat pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, tingkat suku bunga dan nilai tukar dari negara yang ASEAN yang memiliki indeks pasar saham syariah. Untuk periodenya sejak 2006 triwulan IV sampai triwulan I tahun 2020. Indeks pasar saham syariah di negara ASEAN tersebut adalah Indonesia dengan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), Malaysia dengan FTSE Bursa Malaysia EMAS Shariah Index, Singapura dengan FTSE SGX Shariah Index Series dan Thailand dengan FTSE SET Shariah Index.

Sampel

Dalam penelitian ini menggunakan teknik sampling jenuh. Sampling jenuh adalah teknik pengambilan sampel bila semua anggota populasi dijadikan sampel penelitian.⁴⁶ Penggunaan semua populasi

⁴⁶ Sugiyono. (2017). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung : CV Alfabeta.

sebagai sampel penelitian, diharapkan dapat merepresentasikan karakteristik masing-masing variabel penelitian.

Teknik Analisis

Dalam penelitian ini, untuk menganalisis hubungan FDI dan variabel makroekonomi terhadap pergerakan indeks pasar saham syariah secara runtun waktu, menggunakan pendekatan *Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Bounds Testing*. ARDL Bound Testing dikenalkan oleh Pesaran dan Shin pada tahun 1999, kemudian dikembangkan lagi oleh Pesaran, Shin dan Smith pada tahun 2001. Menurut Nyasha, Sheilla; Odhiambo, Nicholas M. pendekatan ARDL Bound Testing ini memiliki beberapa keunggulan dibanding uji kointegrasi sebelumnya, seperti teknik berbasis residu oleh Engle dan Granger⁴⁷ dan Full Maximum Likelihood (FML) oleh Johansen⁴⁸ dan Johansen dan Juselius.⁴⁹ Keunggulan ARDL adalah :⁵⁰

- 1) Pendekatan ARDL dapat diterapkan meskipun variabel penelitian stasioner baik pada tingkat level $I(0)$ maupun *first difference* $I(1)$ atau campuran keduanya.

⁴⁷ Engle, Robert F.; Granger, Clive WJ. Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 1987, 251-276.

⁴⁸ Johansen, Søren. Cointegration in partial systems and the efficiency of single-equation analysis. *Journal of econometrics*, 1992, 52.3: 389-402.

⁴⁹ Johansen, Soren; Juselius, Katarina. Maximum likelihood estimation and inference on cointegration—with appucations to the demand for money. *Oxford Bulletin of Economics and statistics*, 1990, 52.2: 169-210.

⁵⁰ Nyasha, Sheilla; Odhiambo, Nicholas M. The impact of banks and stock market development on economic growth in South Africa: an ARDL-bounds testing approach. *Contemporary Economics*, 2015, 9.1: 93-108.

- 2) Model ARDL dapat digunakan dengan data sampel terbatas atau kecil dan dapat masih memberikan hasil yang kuat dan efisien terkait dengan analisis kointegrasi.
51
- 3) Metode ARDL menggunakan hanya satu persamaan bentuk tereduksi sehingga lebih sederhana.
- 4) Teknik ARDL umumnya menyajikan perkiraan yang tidak bias dari model jangka panjang dan t-statistik yang valid, bahkan ketika beberapa regressor bersifat endogen.⁵²
- 5) Model spesifikasi *lagged* cocok digunakan pada penelitian ini, karena dampak variabel bebas masa lalu terhadap variabel terikat saat ini dapat dipelajari.⁵³

⁵¹ Pesaran, M. Hashem; Shin, Yongcheol; Smith, Richard J. Structural analysis of vector error correction models with exogenous I (1) variables. *Journal of Econometrics*, 2000, 97.2: 293-343.

⁵² Odhiambo, Nicholas M. Tourism development and economic growth in Tanzania: Empirical evidence from the ARDL-bounds testing approach. *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, 2011, 45.3: 71-83.

⁵³ Stoian, Andreea; Iorgulescu, Filip. Fiscal policy and stock market efficiency: An ARDL bounds testing approach. *Economic Modelling*, 2020, 90: 406-416.

Model Persamaan

$$\begin{aligned} \Delta SMI = & \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_1 \Delta SMI_{t-1} + \sum_{i=0}^n \beta_2 \Delta FDI_{t-1} \\ & + \sum_{i=0}^n \beta_3 \Delta PE_{t-1} + \sum_{i=0}^n \beta_4 \Delta INF_{t-1} \\ & + \sum_{i=0}^n \beta_5 \Delta IR_{t-1} + \sum_{i=0}^n \beta_6 \Delta ER_{t-1} \\ & + \varphi_7 FDI_{t-1} + \varphi_8 PE_{t-1} + \varphi_9 INF_{t-1} \\ & + \varphi_{10} IR_{t-1} + \varphi_{11} ER_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

Keterangan :

- SMI : *Return Index Pasar Saham Syariah (Stock Market Index)*
- FDI : *Foreign Direct Investment*
- PE : *Tingkat Pertumbuhan Ekonomi*
- INF : *Tingkat Inflasi*
- IR : *Suku Bunga*
- ER : *Nilai tukar terhadap dollar Amerika Serikat*
- $\beta_1 - \beta_6$: *Koefisien jangka pendek*
- $\varphi_7 - \varphi_{11}$: *Koefisien ARDL jangka panjang*

Tahapan untuk analisis data dengan menggunakan pendekatan ARDL dalam penelitian adalah sebagai berikut :⁵⁴

⁵⁴ Salomo, Ronny; Hutabarat, Pos M. Peranan Perdagangan Internasional sebagai salah satu sumber pertumbuhan ekonomi Indonesia. In: *Kertas Kerja dipresentasikan pada "Seminar Akademik Ekonomi", Jakarta. 2007.*

- a) Menguji stasioneritas data variabel-variabel dalam model penelitian, baik pada tingkat level maupun tingkat first difference
- b) Menguji adanya kointegrasi pada Model dengan *Metode Bounds Testing Cointegration*
- c) Jika terjadi kointegrasi, maka model penelitian bisa diestimasi dengan Metode ARDL
- d) Mengestimasi model ARDL, termasuk seleksi model dan melakukan uji diagnosa untuk menguji ada tidaknya pelanggaran asumsi-asumsi dasar ekonometri, sebelum melanjutkan ke prosedur berikutnya. Model ARDL yang dipilih berdasarkan *Schwarz Bayesian Criterion* (SBC/SIC) yang mampu memilih panjang *lag* terkecil atau berdasarkan *Akaike Information Criterion* (AIC) untuk memilih panjang *lag* maksimal yang relevan
- e) Menganalisis hasil *output* dari estimasi Model ARDL
- f) Mengestimasi ECM (*Error Correction Model*) berdasarkan model ARDL terpilih
- g) Menganalisis hasil *output* dari estimasi ECM untuk mengetahui dinamika jangka pendek
- h) Mengestimasi koefisien hubungan jangka panjang dari Model ARDL terpilih
Menganalisis koefisien jangka panjang dari Model ARDL

Hasil dan Pembahasan

Bagian hasil berisi data hasil penelitian dari permasalahan secara kuantitatif dan/atau kualitatif secara tepat dan lengkap yang dapat

menggunakan informasi dalam bentuk gambar/grafik/tabel/uraian. Gambar/grafik/tabel diletakkan di bagian bawah atau bagian atas halaman untuk mempermudah visualisasi.

Pembahasan merupakan bagian penting dalam sebuah artikel, berisi uraian hasil analisis data penelitian secara jelas, interpretasi atau penafsiran temuan di lapangan, keterkaitan hasil penelitian dengan konsep, teori, atau hasil penelitian lain yang relevan, menyusun teori baru atau memodifikasi yang sudah ada serta implikasi terhadap perkembangan keilmuan di bidang masing-masing.

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan ciri-ciri dasar data dalam suatu penelitian. Hasil olahan analisis deskriptif tersaji dalam tabel 1.

Tabel 1
Hasil Olahan Analisis Deskriptif

		<i>Return</i>	FDI	Pertumbuhan Ekonomi	Inflasi	Suku Bunga	Nilai Tukar
Indonesia	<i>Mean</i>	0.005454	2.050778	5.225	4.639167	6.0625	12,363.08
	Maximum	0.121733	3.435	6.26	8.4	7.75	15,194.57
	Minimum	-0.28622	-3.871	2.96	2.48	4.25	8,564.00
	Std. Dev.	0.079482	1.184143	0.580387	1.761302	1.121821	1,994.42
	N	36	36	36	36	36	36
Malaysia	<i>Mean</i>	0.006544	3.226415	4.765094	2.198868	3.023585	3.606604
	Maximum	0.236876	8.374	10.28	8.2	3.5	4.45
	Minimum	-0.19484	-1.816	-5.75	-2	2	3.02
	Std. Dev.	0.077445	2.220893	2.596455	1.753017	0.374243	0.46216
	N	53	53	53	53	53	53
Thailand	<i>Mean</i>	0.010964	2.05907	3.475837	1.506512	1.912791	32.36744
	Maximum	0.180315	6.36	15.29	4.06	3.5	36.01

	Minimum	-0.26329	-7.99	-4.07	-1.06	0.75	29.49
	Std. Dev.	0.093171	2.450673	3.148076	1.543683	0.652111	1.732744
	N	43	43	43	43	43	43
	Mean	0.005647	21.13889	4.603704	-0.03889	1.073519	1.354444
	Maximum	0.219142	37.21	18.6	0.8	3.43	1.54
Singapore	Minimum	-0.22141	1.94	-7.7	-1	0.36	1.22
	Std. Dev.	0.087816	7.446931	4.363051	0.363119	0.747262	0.085752
	N	54	54	54	54	54	54

Dari data diatas masih nilai *mean* dari *return* indeks saham syariah dari semua negara masih lebih kecil dari nilai standar deviasi sebesar, sehingga data *return* indeks saham syariah sehingga data belum tersebar secara merata. Namun untuk variabel lain data sudah tersebar secara merata karena nilai *mean* lebih besar dari standar deviasinya.

Analisis ARDL Bounds Testing

Uji Stationeritas Data atau Uji Akar Unit (Unit Root Test)

Dalam penelitian ini, untuk menguji akar unit menggunakan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) yang dikembangkan oleh Dickey dan Fuller. Hasilnya tersaji pada tabel 2 berikut :

Tabel 2
Hasil Uji Akar Unit

Negara	Variabel	<i>level</i>			<i>first difference</i>		
		t-Statistik	critical values	implikasi	t-Statistik	critical values	implikasi
Indonesia	<i>Return</i>	-4,1619	-2,9484	stasioner	-5,9241	-2,9540	stasioner
	FDI	-5,1760	-2,9484	stasioner	-9,7427	-2,9511	stasioner
	Pertumbuhan ekonomi	-0,2807	-2,9484	tidak stationer	-3,0420	-2,9511	stasioner

	Inflasi	-1,3247	-2,9511	tidak stationer	-8,3007	-2,9511	stationer
	Suku Bunga	-1,5102	-2,9511	tidak stationer	-3,9326	-2,9511	stationer
	Nilai Tukar	-1,3273	-2,9484	tidak stationer	-5,2545	-2,9511	stationer
Malaysia	<i>Return</i>	-6,2999	-2,9187	stationer	-5,7609	-2,9237	stationer
	FDI	-6,3444	-2,9187	stationer	-9,3201	-2,9211	stationer
	Pertumbuhan ekonomi	-5,0625	-2,9199	stationer	-6,1903	-2,9237	stationer
	Inflasi	-3,0659	-2,9187	stationer	-6,3935	-2,9199	stationer
	Suku Bunga	-1,8996	-2,9187	tidak stationer	-4,5085	-2,9199	stationer
	Nilai Tukar	-0,5849	-2,9187	tidak stationer	-6,0496	-2,9199	stationer
Thailand	<i>Return</i>	-6,2199	-2,9314	stationer	-7,6044	-2,9350	stationer
	FDI	-6,7440	-2,9314	stationer	-4,9236	-2,9411	stationer
	Pertumbuhan ekonomi	-5,0371	-2,9369	stationer	-5,1763	-2,9389	stationer
	Inflasi	-3,3743	-2,9314	stationer	-4,9804	-2,9331	stationer
	Suku Bunga	-0,5949	-2,9314	tidak stationer	-3,0062	-2,9331	stationer
	Nilai Tukar	-1,7793	-2,9314	tidak stationer	-5,3741	-2,9331	stationer
Singapura	<i>Return</i>	-3,0958	-2,9224	stationer	-6,9980	-2,9224	stationer
	FDI	-2,3362	-2,9199	tidak stationer	-7,9123	-2,9199	stationer
	Pertumbuhan ekonomi	-2,9050	-2,9224	tidak stationer	-5,1059	-2,9237	stationer
	Inflasi	-6,5233	-2,9176	stationer	-9,2135	-2,9199	stationer
	Suku Bunga	-3,5296	-2,9176	stationer	-6,4612	-2,9187	stationer
	Nilai Tukar	-2,3631	-2,9176	tidak stationer	-6,3185	-2,9187	stationer

Sumber : Hasil olah data Eviews 9

Hasil pengujian akar unit dengan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) menggunakan software Eviews 9 dapat dilihat pada tabel 4.3, dimana di semua Negara objek penelitian variabelnya stationer secara campuran (*mixed*) antara tingkat *level* maupun *first difference* serta tidak

ada yang stasioner pada tingkat *second difference* sehingga analisis data dapat dilanjutkan pada tahap selanjutnya.

Uji Penentuan Lag Optimal

Model terbaik dari ke empat negara objek penelitian, diseleksi dengan nilai AIC terkecil, sehingga dapat diringkas pada tabel 3:

Tabel 3
Model Terbaik

Negara	Model terbaik sesuai kriteria AIC
Indonesia	2, 3, 3, 3, 3, 3
Malaysia	2, 0, 3, 3, 2, 4
Thailand	1, 4, 4, 4, 3, 2
Singapura	2, 4, 2, 2, 4, 3

Uji Kointegrasi (Bound Testing Cointegration)

Dalam penelitian *Bounds Test*. *Bounds Test* digunakan untuk menguji adanya hubungan jangka panjang dalam model ARDL yang terpilih. Tabel 4 dibawah ini menampilkan hasil olahan *output Bounds Testing*.

Tabel 4.
Hasil Bounds Test

	Indonesia	Malaysia	Thailand	Singapura				
F-statistik	7.010	7.123	3.535	8.458				
Critical Value Bounds								
Significance	I0 Boun	I1 Bound	I0 Bound	I1 Bound	I0 Bound	I1 Bound	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.26	3.35	2.26	3.35	2.26	3.35	2.26	3.35
5%	2.62	3.79	2.62	3.79	2.62	3.79	2.62	3.79
2.5%	2.96	4.18	2.96	4.18	2.96	4.18	2.96	4.18

1%	3.41	4.68	3.41	4.68	3.41	4.68	3.41	4.68
----	------	------	------	------	------	------	------	------

Sumber : Hasil olah data Eviews 9

Tabel 4 menunjukkan bahwa nilai *F-statistik* dari tiga dari empat negara objek penelitian semuanya berada diatas atau lebih besar dari nilai IO bound dan I1 bound, baik itu pada signifikansi 10%, 5%, 2.5% bahkan 1%, sedangkan *F-statistik* Thailand, lebih besar dari nilai IO bound dan I1 bound pada signifikansi 10%. Dengan demikian, H0 yang menyatakan tidak ada kointegrasi untuk penyesuaian jangka panjang dapat ditolak, dan menerima H1 yang menyatakan adanya kointegrasi antar variabel penelitian sehingga *error corection* dapat diestimasi.

Estimasi ARDL

Tabel 5 menampilkan koefisien hubungan jangka panjang dengan pendekatan ARDL dari variabel makro ekonomi terhadap return indeks saham syariah masing-masing negara.

Tabel 5
Estimasi Jangka Panjang

Variable	Indonesia		Malaysia		Thailand		Singapura	
	Koef	Prob.	Koef	Prob.	Koef	Prob.	Koef	Prob.
D(FDI)	-0.011	0.38	-0.001	0.54	0.007	0.59	0.005	0.03**
D(Pertmb. Eko)	-0.220	0.06*	0.017	0.00***	-0.002	0.80	-0.009	0.00***
D(Inflasi)	-0.008	0.59	-0.001	0.70	0.096	0.00***	-0.022	0.45
D(Suku Bunga)	-0.043	0.04**	-0.111	0.00***	-0.089	0.05*	-0.046	0.01**
D(Nilai Tukar)	-0.001	0.02**	-0.005	0.56	0.043	0.00***	0.079	0.54

C	2.536	0.03	0.286	0.00	-1.381	0.00	-0.128	0.48
---	-------	------	-------	------	--------	------	--------	------

Catatan : ***, ** dan * masing-masing secara statistik signifikan pada level 1%, level 5% dan level 10%.

Sumber : Hasil olah data Eviews 9

Hubungan secara jangka panjang berdasarkan tabel 5, mengungkapkan bahwa pertumbuhan ekonomi, suku bunga dan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap *return* indeks saham syariah di Indonesia. Hubungan yang signifikan secara jangka panjang juga ditunjukkan oleh pertumbuhan ekonomi dan suku bunga terhadap *return* indeks saham syariah di Malaysia. Di Thailand, variabel makro berupa inflasi, suku bunga dan nilai tukar berpengaruh signifikan secara jangka panjang terhadap *return* indeks saham syariah. Sedangkan di Singapura, FDI, pertumbuhan ekonomi dan suku bunga berpengaruh signifikan secara jangka panjang terhadap *return* indeks saham syariah.

Estimasi jangka pendek ditampilkan pada tabel 6 di bawah ini yang dapat menangkap dinamika hubungan jangka pendek antara variabel makroekonomi dan *return* indeks saham syariah. Nilai *Error Correction Term* (ECT) mengintegrasikan dinamika jangka pendek dengan ekuilibrium jangka panjang tanpa kehilangan informasi jangka panjang dan menghindari masalah seperti hubungan palsu akibat data deret waktu non-stasioner. Pada Eviews 9, nilai *Cointeq (-1)* menunjukkan berapa besar error yang akan dikoreksi di setiap periode waktu. Syaratnya, nilai itu harus negatif dan signifikan dan itu terpenuhi pada tabel 6 berikut :

Tabel 6
Dinamika Hubungan Jangka Pendek

Variabel	Indonesia		Malaysia		Thailand		Singapura	
	Koef	Prob	Koef	Prob	Koef	Prob	Koef	Pr ob
D(RETURN(-1))	-0.267	0.26	0.267	0.14			0.193	0.15
D(RETURN(-2))								
D(RETURN(-3))								
D(FDI)	-0.012	0.24	-0.002	0.54	-0.003	0.634	0.002	0.10
D(FDI(-1))	-0.011	0.12			0.006	0.380	-0.004	0.2*
D(FDI(-2))	-0.032	0.01**			-0.013	0.033**	0.001	0.48
D(FDI(-3))					-0.007	0.357	0.002	0.08
D(Pertmb. Eko)	0.103	0.00***	0.022	0.00***	-0.008	0.432	-0.007	0.03*
D(Pertmb. Eko (-1))	0.152	0.04**	-0.007	0.43	-0.010	0.121	0.009	0.0**
D(Pertmb. Eko (-2))	0.092	0.16	-0.014	0.05*	0.003	0.479		
D(Pertmb. Eko (-3))					0.010	0.146		
D(Inflasi)	-0.011	0.37	0.003	0.63	0.093	0.001***	0.076	0.0**
D(Inflasi)	-0.006	0.52	-0.007	0.42	-0.031	0.266	0.077	0.0**
D(Inflasi)	-0.012	0.24	-0.013	0.10	-0.012	0.667		
D(Suku Bunga)	-0.178	0.00***	-0.001	0.99	-0.148	0.124	0.063	0.03*
D(Suku Bunga (-1))	-0.145	0.02**	-0.121	0.07*	-0.369	0.020**	0.120	0.0**
D(Suku Bunga (-2))	0.248	0.00***			0.201	0.025**	-0.104	0.01*
D(Suku Bunga (-3))							0.053	0.13
D(Nilai Tukar)	-0.001	0.17	-0.143	0.02**	-0.039	0.020**	-0.888	0.0

								0*
								**
D(Nilai Tukar (-1))	-0.001	0.87	-0.029	0.74	-0.028	0.230	-0.293	0.4 2
D(Nilai Tukar (-2))	-0.001	0.36	0.019	0.82			-0.449	0.1 2
D(Nilai Tukar (-3))			0.099	0.11				
CointEq(-1)	-1.343	0.00***	-1.964	0.00***	-1.305	0.00***	-1.501	0.0 0* **

Catatan : ***, ** dan * masing-masing secara statistik signifikan pada level 1%, level 5% dan level 10%.

Sumber : Hasil olah data Eviews 9

Berdasarkan hasil pada tabel 6, pada indeks saham syariah di Indonesia nilai ECT (*cointeq* (-1)) sebesar -1,343, hal ini menunjukkan bahwa adanya koreksi terhadap kesalahan pada jangka pendek yang memengaruhi proses menuju keseimbangan jangka panjangnya dengan kecepatan sebesar 134,3% per kuartal atau 44,76% per bulan. Di Malaysia, kecepatan penyesuaian menuju hubungan jangka panjang di Malaysia adalah sebesar 196,4% per kuartal atau 65,46% per bulan, yang tergolong cukup cepat. Thailand kecepatan penyesuaian akibat adanya guncangan menuju keseimbangan jangka panjang sebesar 130,5% per kuartal atau sebesar 43,5% per bulan. Sedangkan di Singapura, dalam hubungan jangka pendek dengan kecepatan penyesuaian menuju keseimbangan jangka panjang sebesar 150,1% per kuartal atau 50,03% per bulan.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas pada penelitian ini menggunakan nilai Jarque-Bera, di mana apabila probabilitasnya di bawah 5% atau 0,05 maka model tidak terdistribusi normal. Hasil uji normalitas dapat dilihat pada tabel 4.9. berikut :

Tabel 7
Hasil Uji Normalitas

Negara	Jarque-Bera	Prob	Implikasi
Indonesia	0.41	0.81	Terdistribusi normal
Malaysia	0.79	0.67	Terdistribusi normal
Thailand	1.78	0.40	Terdistribusi normal
Singapura	0.31	0.85	Terdistribusi normal

Sumber : Hasil olah data Eviews 9

Dari tabel 7 dapat dilihat bahwa semua negara objek penelitian model yang digunakan terdistribusi normal, karena nilai probabilitas *Jarque-Bera* diatas 5% semua.

Uji Autokorelasi

Untuk menguji ada tidaknya gejala autokorelasi pada penelitian ini digunakan *Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test*. Hasil uji dapat dilihat pada tabel 9 berikut :

Tabel 9
Hasil Uji Autokorelasi

Negara	Obs*R-squared	Prob. Chi-Square	Implikasi
Indonesia	1.9501	0.3772	Tidak terjadi autokorelasi
Malaysia	0.5141	0.7733	Tidak terjadi autokorelasi
Thailand	4.4002	0.1108	Tidak terjadi autokorelasi
Singapura	4.1674	0.1245	Tidak terjadi autokorelasi

Sumber : Hasil olah data Eviews 9

Dari tabel 9, semua nilai probabilitasnya berada di atas nilai 5%, sehingga bisa disimpulkan semua model dalam penelitian ini terbebas gejala autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Pada penelitian ini untuk menguji ada atau tidaknya gejala heteroskedastisitas yakni terdapat ketidaksamaan varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan digunakan uji Glejser. Hasil uji Glejser dengan aplikasi Eviews 9 dapat dilihat pada tabel 10 berikut :

Tabel 10
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Negara	Obs*R-squared	Prob. Chi-Square	Implikasi
Indonesia	29.9833	0.1189	Homoskedastisitas
Malaysia	15.6371	0.6813	Homoskedastisitas
Thailand	19.1183	0.6943	Homoskedastisitas
Singapura	16.9614	0.7655	Homoskedastisitas

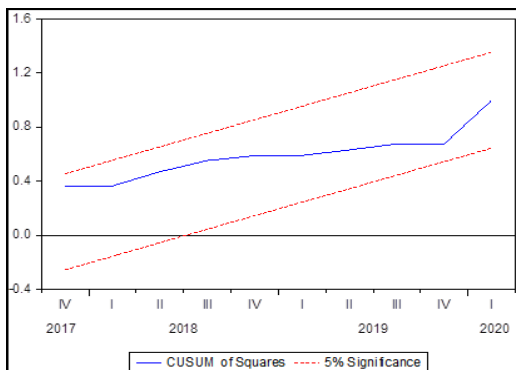
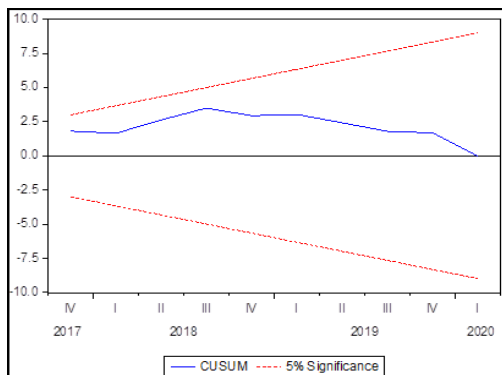
Sumber : Hasil olah data Eviews 9

Dari keempat Negara objek penelitian, pada tabel 10 ditampilkan bahwa probabilitasnya semua berada di atas nilai 5% (0,05), sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa semua model bersifat homoskedastisitas atau terbebas dari gejala heteroskedastisitas.

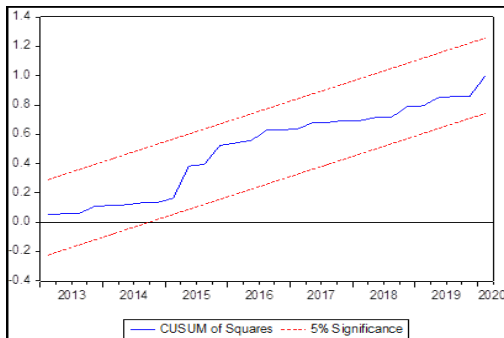
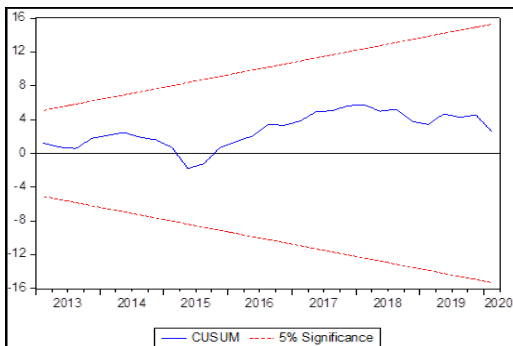
Uji Stabilitas Model

Gambar 1 menunjukkan hasil dari uji CUSUM dan CUSUMQ dari semua objek penelitian.

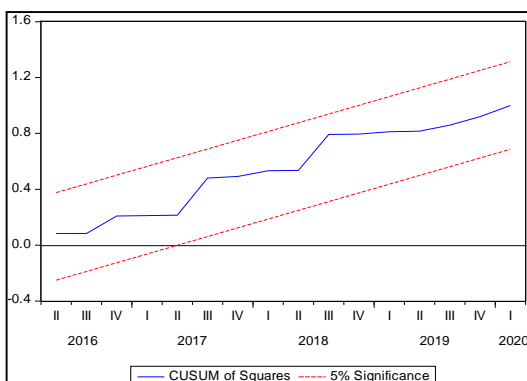
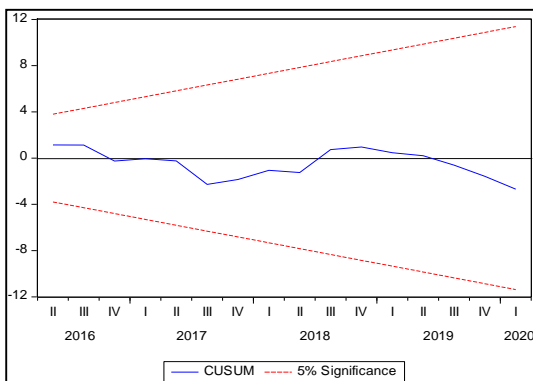
Indonesia



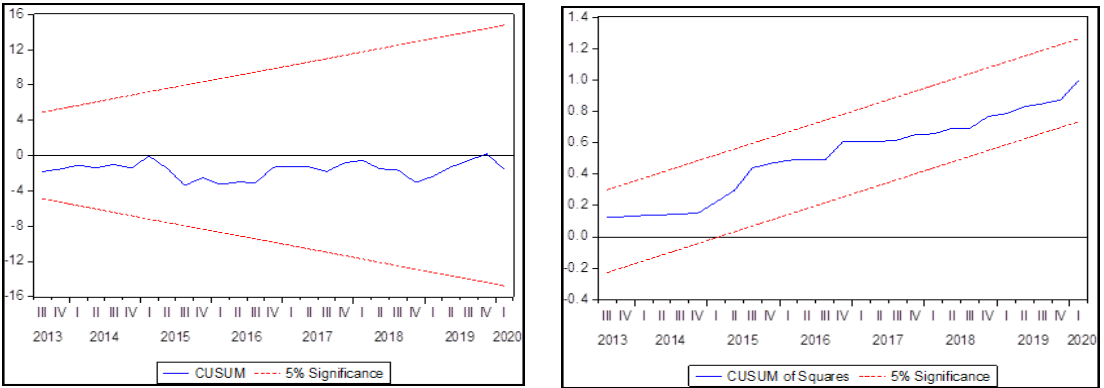
Malaysia



Thailand



Singapura



Gambar 1
Hasil Uji CUSUM dan CUSUMQ

Berdasarkan tampilan pada gambar 1 menampilkan bahwa model di semua negara objek penelitian terbukti stabil. Hal ini karena semua garis berada di antara batas atas dan bawah, dan tidak ada yang keluar dari garis.

Pembahasan

Pengaruh FDI terhadap return indeks saham syariah

Berdasarkan hasil pada tabel 5, FDI berpengaruh signifikan terhadap *return* indeks saham syariah dalam hubungan jangka panjang hanya di Singapura, sedangkan di Indonesia, Malaysia dan Thailand ditemukan bahwa FDI tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* indeks saham syariah dalam hubungan jangka panjang. Menurut laporan investasi dari UNCTAD 2020, Singapura merupakan penerima investasi terbesar ke 5 di dunia, setelah Amerika Serikat, China, Belanda, dan Hong Kong. Singapura memang mendasarkan pembangunan ekonominya dengan strategi proaktif menarik FDI dengan keterbukaan

perdagangan. Pemerintah Singapura memberikan kemudahan dalam berinvestasi di negara ini, misalnya bunga pinjaman yang menarik bagi investor, sistem peraturan yang sederhana, insentif pajak, kawasan industri real estate yang berkualitas tinggi, stabilitas politik dan tidak adanya korupsi menjadikan Singapura sebagai tujuan yang menarik untuk investasi. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Adam & Tweneboah, yang menyatakan bahwa ada hubungan positif signifikan antara *return* saham dengan FDI.⁵⁵

Temuan yang berlawanan dengan hipotesis ditunjukkan di Indonesia, Thailand dan Singapura dimana arah hubungannya adalah negatif. Mišun dan Tomšik menunjukkan efek negatif dari investasi asing langsung. FDI pada dasarnya menyebabkan tekanan pada apresiasi mata uang domestik, peningkatan yang dipaksakan pada jumlah uang beredar dan tekanan inflasi terkait meningkatnya defisit perdagangan luar negeri di bidang impor teknologi baru dan meningkatnya defisit neraca pembayaran transaksi berjalan sebagai konsekuensi dari repatriasi keuntungan oleh perusahaan multinasional perusahaan.⁵⁶

Pengaruh pertumbuhan ekonomi terhadap return indeks saham syariah

Berdasarkan hasil pada tabel 5, pertumbuhan ekonomi di Indonesia berpengaruh negatif dan signifikan pada taraf kepercayaan 10% terhadap *return* pasar saham syariah secara jangka panjang. Indeks saham syariah di Malaysia memberikan hasil yang berbeda dengan

⁵⁵ Adam & Tweneboah, op.cit

⁵⁶ Misun, Jan, et al. Foreign direct investment in central europe-does it crowd in domestic investment?. *Prague Economic Papers*, 2002, 11.1: 57-66.

Indonesia, pengaruh signifikan dengan arah positif terjadi pada hubungan pertumbuhan ekonomi dengan *return* indeks saham syariah, hasil ini sejalan dengan penelitian Mukherje dan Naka⁵⁷ dan Wongbangpo dan Sharma.⁵⁸ Di Thailand menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* indeks saham syariah baik secara jangka panjang maupun jangka pendek. Indeks saham syariah Singapura dipengaruhi dengan arah negatif dan signifikan oleh pertumbuhan ekonominya. Seperti halnya hasil yang ditemukan di Indonesia, didukung oleh penelitian Ritter dan Wiradharma & Sudjarni.⁵⁹

Ritter mengatakan bahwa pertumbuhan ekonomi yang tinggi hanya akan menguntungkan konsumen melalui standar hidup namun tidak selalu menguntungkan pemilik modal (pemegang saham), karena arus kas yang masuk ke perusahaan dari hasil konsumsi masyarakat tidak selalu menunjukkan peningkatan kesejahteraan investor (dividen). Sedangkan fenomena pertumbuhan ekonomi Malaysia dengan tingkat konsumsi masyarakat Malaysia yang tinggi juga diikuti, diikuti dengan omset penjualan yang meningkat dari perusahaan-perusahaan yang

⁵⁷ Mukherjee, Tarun K.; Naka, Atsuyuki. Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: an application of a vector error correction model. *Journal of financial Research*, 1995, 18.2: 223-237

⁵⁸ Wongbangpo, Praphan; Sharma, Subhash C. Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries. *Journal of asian Economics*, 2002, 13.1: 27-51.

⁵⁹ Wiradharma, A.; Satria, Made; Sudjarni, Luh Komang. *Pengaruh tingkat suku bunga, tingkat inflasi, nilai kurs rupiah dan produk domestik bruto terhadap return saham*. 2016. PhD Thesis. Udayana University.

listing di pasar modal, hal ini karena daya beli masyarakat yang tinggi turut meningkatkan pendapatan emiten.⁶⁰

Pengaruh inflasi terhadap return indeks saham syariah

Dalam hubungan jangka panjang, inflasi berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *return* indeks saham syariah di Indonesia, Malaysia dan Singapura. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian dari Stoian & Iorgulescu⁶¹, Albuлесcu, Aubin dan Goyea⁶² dan Kewal.⁶³ Menurut Stoian & Iorgulescu menyatakan bahwa pasar saham, secara umum, berwawasan ke depan, yang juga tampak benar dalam kasus pasar saham syariah tiga negara ini. Jika investor mengantisipasi perubahan harga konsumen atau output ekonomi, mereka akan mengintegrasikan ekspektasi ini ke dalam keputusan perdagangan saat ini. Pada saat perubahan ini benar-benar terjadi, perubahan tersebut tidak lagi berpengaruh pada harga saham karena informasinya telah dimasukkan selama periode sebelumnya. Sedangkan di Thailand, inflasi secara signifikan berpengaruh positif terhadap *return* indeks saham syariah di Thailand. Bodie mengemukakan bahwa ekuitas merupakan lindung nilai yang efektif terhadap inflasi karena mereka

⁶⁰ Ritter, J. R. (2005). Economic growth and equity *returns*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 489-503.

⁶¹ Stoian, Andreea; Iorgulescu, Filip, loc. cit

⁶² Claudiu Tiberiu Albuлесcu, Christian Aubin & Daniel Goyeau. Stock prices, inflation and inflation uncertainty in the U.S.: testing the long-run relationship considering Dow Jones sector indexes, *Applied Economics*, 2017, 49:18, 1794-1807, DOI: 10.1080/00036846.2016.1226491.

⁶³ Kewal, Suramaya Suci. Pengaruh inflasi, suku bunga, kurs, dan pertumbuhan PDB terhadap indeks harga saham gabungan. *Jurnal ekonomia*, 2012, 8.1: 53-64.

mewakili kepemilikan aset nyata dan karenanya, perubahan nyata pada harga ekuitas tidak terpengaruh oleh inflasi.⁶⁴

Dalam hubungan jangka pendek inflasi berpengaruh positif dan signifikan di Thailand pada kuartal berjalan, sedangkan di Singapura, pada kuartal berjalan dan kuartal sebelumnya.

Pengaruh suku bunga acuan terhadap return indeks saham syariah

Di pasar saham syariah Indonesia, Malaysia dan Singapura dalam hubungan jangka panjang, bukti signifikan dengan arah negatif antara suku bunga acuan dengan *return* indeks saham syariah berhasil diungkapkan pada penelitian ini. Hasil ini sesuai dengan teori yang ada, bahwa dengan suku bunga yang tinggi maka akan berdampak baik langsung maupun tak langsung terhadap saham. Dampak langsungnya adalah perusahaan untuk meminjam uang di perbankan dengan biaya yang dikeluarkan akan semakin tinggi, meskipun dalam perusahaan syariah tentu ada batasan-batasan rasio hutang terhadap total asetnya, namun tidak menutup kemungkinan perusahaan tetap meminjam uang ke perbankan. Tingginya bunga bank, akan berdampak pada biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan, sehingga profitabilitas perusahaan akan tertekan, hal ini akan mempengaruhi investor dalam membeli saham-saham jika pendapatan perusahaan turun. Dalam hubungan jangka panjang, suku bunga acuan juga berpengaruh negatif namun signifikan lemah terhadap *return* indeks harga saham syariah di Thailand.

⁶⁴ Bodie, Zvi. Common stocks as a hedge against inflation. *The journal of finance*, 1976, 31.2: 459-470.

Dalam hubungan jangka pendek, suku bunga acuan memberikan pengaruh signifikan sampai lag dua kuartal sebelumnya di Indonesia dan Singapura. Arah hubungan di kuartal saat ini dan sebelumnya, masih konsisten dengan temuan dalam hubungan jangka panjang di Indonesia dan Singapura, namun kompak berbeda arah pada pengaruh lag dua kuartal sebelumnya.

Pengaruh nilai tukar terhadap USD terhadap return indeks saham syariah

Tabel 5 menunjukkan bahwa di Indonesia pengaruh nilai tukar rupiah terhadap USD berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* indeks saham syariah. Nilai mata uang yang stabil dan dapat dikendalikan merupakan cerminan perekonomian yang stabil, hal ini akan memberikan sentimen positif bagi investor, sehingga harga dan *return* saham indeks syariah juga akan naik. Hasil ini sejalan dengan penelitian Maysami dan Koh.⁶⁵ Hasil yang berlawanan ditemukan pada Thailand, pelemahan atau depresiasi nilai tukar Bath terhadap USD berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* indeks saham syariah.

Dalam dinamika hubungan jangka pendek, nilai tukar Ringgit Malaysia terhadap USD berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* indeks saham syariah pada kuartal berjalan dan lag kuartal sebelumnya. Fenomena ini diikuti oleh semua negara objek penelitian, kecuali Indonesia yang tidak signifikan.

⁶⁵ Maysami, Ramin Cooper; Koh, Tiong Sim. A vector error correction model of the Singapore stock market. *International Review of Economics & Finance*, 2000, 9.1: 79-96.

Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis dinamika hubungan *Foreign Direct Investment* (FDI), stabilitas ekonomi makro dan *return* indeks saham syariah di 4 (empat) negara ASEAN, yakni Indonesia, Malaysia, Thailand dan Singapura. Dengan sampel data kuartalan dari masing-masing variabel dan menggunakan model *Autoregressive Distributed lag Bounds Testing Approach* (ARDL). Hasil yang diperoleh menunjukkan variasi temuan pada masing-masing negara. Hal ini dapat diartikan bahwa setiap negara memiliki sensitivitas terhadap pasar modal syariah dengan faktor yang berbeda-beda, sehingga pendekatan untuk meningkatkan pertumbuhan pasar modal syariah juga berbeda-beda.

Dari hasil regresi, suku bunga acuan merupakan variabel yang penting dipertimbangkan oleh investor saham syariah karena semua negara objek penelitian mencatat bahwa suku bunga merupakan variabel yang penting. Di sisi lain, inflasi merupakan variabel yang hanya dipertimbangkan di Thailand dan Singapura saja, sedangkan Indonesia dan Malaysia tidak ditemukan signifikansi inflasi baik jangka panjang maupun jangka pendek.

“Tiada gading yang tak retak”, ungkapan itu memang pantas disampaikan. Penelitian ini tidak bisa sempurna meskipun telah berusaha semaksimal mungkin, sehingga masih memiliki keterbatasan. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah jumlah variabel yang digunakan hanya lima, masih ada variabel lainnya seperti jumlah uang beredar dan lain-lainnya, serta belum memasukkan efek krisis ekonomi yang terjadi pada rentang periode penelitian.

Daftar Rujukan

- Adam, A. M., & Tweneboah, G. (2008). Macroeconomic factors and stock market movement: Evidence from Ghana. *Available at SSRN 1289842*.
- Albulescu, C. T., Aubin, C., & Goyeau, D. (2017). Stock prices, inflation and inflation uncertainty in the US: testing the long-run relationship considering Dow Jones sector indexes. *Applied Economics*, 49(18), 1794-1807.
- Al-Qur'an dan Tafsirnya.(2011). Jakarta: Kementerian Agama.
- Baker, M., Foley, C. F., & Wurgler, J. (2004). *The stock market and investment: Evidence from FDI flows* (No. w10559). National Bureau of Economic Research.
- Bodie, Z. (1976). Common stocks as a hedge against inflation. *The journal of finance*, 31(2), 459-470.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* 10th ed.
- Boediono. (1996). *Ekonomi Makro. Seri Sinopsis Pengantar Ilmu. Ekonomi No. 2, Edisi ke-4*. Yogyakarta: BPFE.
- Chen, N. F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *Journal of business*, 383-403.
- Chen, T. J. (1992). Determinants of Taiwan's direct foreign investment: The case of a newly industrializing country. *Journal of Development Economics*, 39(2), 397-407.
- Elfakhani, S., Hassan, M. K., & Sidani, Y. (2005, December). Comparative performance of Islamic versus secular mutual funds. In *12th Economic Research Forum Conference in Cairo, Egypt* (Vol. 53, pp. 19-21).
- Fama, E. F. (1981). Stock returns, real activity, inflation, and money. *The American economic review*, 71(4), 545-565.
- Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The journal of finance*, 46(5), 1575-1617.
- Fama, E. F., & Gibbons, M. R. (1982). Inflation, real returns and capital investment. *Journal of Monetary Economics*, 9(3), 297-323.
- Fama, E. F., & Schwert, G. W. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of financial economics*, 5(2), 115-146.
- Fatwa DSN-MUI No: 40/DSN-MUI/X/2003
- Gan, et. al. (2006). Macroeconomic Variables and Stock Market Interactions: New Zealand Evidence. *Investment Management and Financial Innovation*, 3(4), pp. 89-101.
- Geske, R., & Roll, R. (1983). The fiscal and monetary linkage between stock returns and inflation. *The journal of Finance*, 38(1), 1-33.

- Granger, C. W., Newbold, P., & Econom, J. (1974). Spurious regressions in econometrics. *Baltagi, Badi H. A Companion of Theoretical Econometrics*, 557-61.
- Haq, A. U. (2019). Role of FDI in Stock Returns: A Case of Pakistan. *Asian Journal of Economics, Finance and Management*, 1(3), 99-104. Retrieved from <https://www.globalpresshub.com/index.php/AJEFM/article/view/769>
- Hartono, J. (2017). *Teori portofolio dan analisis investasi*. edisi kesebelas, Yogyakarta: BPFE.
- Kapoor, S., & Sachan, R. (2015). Impact of FDI & FII on Indian stock markets. *International Journal of Research in Finance and Marketing*, 5(4), 9-17.
- Kewal, S. S. (2012). Pengaruh inflasi, suku bunga, kurs, dan pertumbuhan PDB terhadap indeks harga saham gabungan. *Jurnal ekonomia*, 8(1), 53-64.
- Khan, M. K., Teng, J. Z., Parviaz, J., & Chaudhary, S. K. (2017). Nexuses between economic factors and stock returns in China.
- Khan, M. M., & Yousuf, A. S. (2013). Macroeconomic forces and stock prices: evidence from the Bangladesh stock market.
- Khan, M. N., & Zaman, S. (2012). Impact of macroeconomic variables on stock prices: Empirical evidence from Karachi stock exchange, Pakistan. In *Business, Economics, Financial Sciences, and Management* (pp. 227-233). Springer, Berlin, Heidelberg.
- Kumar, R. (2015). *Valuation: theories and concepts*. Academic Press.
- Makridakis. (1999). *Metode dan Aplikasi Peramalan*. Jilid 1, Jakarta: Erlangga.
- Mankiw, Gregory. (2006). *Makroekonomi Edisi ke 6*. Jakarta; Erlangga..
- Mankiw, Gregory. (2006). *Pengantar Ekonomi Makro Edisi ke 3*. Jakarta: Salemba.
- Maysami, R. C., Howe, L. C., & Rahmat, M. A. (2005). Relationship between macroeconomic variables and stock market indices: Cointegration evidence from stock exchange of Singapore's all-S sector Indices. *Jurnal Pengurusan (UKM Journal of Management)*, 24.
- Mišun, J., & Tomšík, V. (2002). Přímé zahraniční investice ve střední Evropě: vytěsňují nebo vtahují domácí investice? *Politická ekonomie*, 2, 251-259.

- Mukhopadhyay, D., & Sarkar, N. (2003). Stock return and macroeconomic fundamentals in model-specification framework: Evidence from Indian stock market. *Indian Statistikal Institute, Economic Research Unit, ERU*, 5, 1-28.
- Najand, M., & Rahman, H. (1992). Stock market volatility and macroeconomic variables: International evidence. *Journal of Multinational Finance Management*, 1(3), 51-66.
- Narayan, P. K., Phan, D. H. B., Sharma, S. S., & Westerlund, J. (2016). Are Islamic stock returns predictable? A global perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, 210-223.
- Nurul Ichsan Hasan. (2014). *Perbankan Syariah*. Jakarta: Referensi, 227.
- Ritter, J. R. (2005). Economic growth and equity returns. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 489-503.
- Shihab, Quraish. *Tafsir Al-Mishbah Pesan, Kesan dan Keserasian al-Qur'an*, (Vol.1; Tangerang: Lentera Hati, 2002), hlm. 567
- Sohail, N., & Hussain, Z. (2009). Long-run and short-run relationship between macroeconomic variables and stock prices in Pakistan: The case of Lahore Stock Exchange. *Pakistan Economic and Social Review*, 183-198.
- Stephen, R. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341-360.
- Stoian, A., & Iorgulescu, F. (2020). Fiscal policy and stock market efficiency: An ARDL Bounds Testing approach. *Economic Modelling*.
- Tambunan, C., & Amin, J. (2019). Dampak Belanja Negara Terhadap Tingkat Kegiatan Ekonomi di Indonesia. *Media Ekonomi*, 27(1), 53-70.
- Tripathi, Vanita and Kumar, Arnav. (2015). Do Macroeconomic Variables Affect Stock Returns in BRICS Markets? An ARDL Approach (August 21, 2015). *Journal of Commerce & Accounting Research*, Volume 4, Issue 2, April 2015, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2649106>
- Tsagkanos, A., Siriopoulos, C. and Vartholomatou, K. (2019), "Foreign direct investment and stock market development: Evidence from a "new" emerging market", *Journal of Economic Studies*, Vol. 46 No. 1, pp. 55-70
- Yusof, R.M. and Majid, M.S.A., (2007). Stock Market Volatility Transmission in Malaysia Islamic Versus Conventional Stock

Market. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics* 20(2), 17-35.

Zafar, N., Urooj, S. F., & Durrani, T. K. (2008). Interest rate volatility and stock return and volatility. *European journal of economics, finance and administrative sciences*, 14(1), 135-140.