

MEDIASI NILAI TUKAR (IDR/USD) DALAM PENGARUH HARGA MINYAK MENTAH DAN EMAS DUNIA TERHADAP PASAR SAHAM SYARIAH DI INDONESIA

Noval Noval¹

¹ Perbankan Syariah, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, UIN Datokarama Palu, noval@iainpalu.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan tidak hanya untuk mengetahui pengaruh harga minyak mentah dan emas dunia pada pasar saham syariah di Indonesia, tetapi juga pengaruh mediasi nilai tukar (USD/IDR) dalam pengaruh tersebut. Karena hasil penelitian-penelitian sebelumnya, masih belum mungkin untuk menarik kesimpulan tegas apakah harga minyak mentah dunia dan harga emas memiliki pengaruh terhadap pasar saham syariah di Indonesia. Oleh karena itu, penelitian ini memasukkan nilai tukar (USD/IDR) sebagai variabel intervening untuk menjawab pertanyaan tersebut. Populasi dari penelitian ini adalah seluruh data Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), World Texas Intermediate (WTI), harga emas berjangka periode Juni 2011 sampai Desember 2021. Sampel yang digunakan adalah 105 dan diperoleh dengan teknik purposive sampling. Metode analisis data menggunakan analisis jalur dengan bantuan program EViews versi 12. Hasil penelitian menunjukkan bahwa harga minyak mentah tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai tukar (USD/IDR) dan pasar saham syariah di Indonesia, sedangkan harga emas dunia memiliki pengaruh negatif terhadap nilai tukar (USD/IDR) namun tidak berpengaruh terhadap pasar saham syariah di Indonesia. Sedangkan nilai tukar (USD/IDR) berpengaruh negatif terhadap pasar saham syariah di Indonesia, serta hanya berperan memediasi harga emas dunia dalam mempengaruhi pasar saham syariah.

INFORMASI ARTIKEL

Katakunci:

Harga Minyak
Mentah,
Harga Emas Dunia,
Pasar Saham Syariah,
Nilai Tukar
(IDR/USD)

1. PENDAHULUAN

Berinvestasi di pasar saham syariah memang sangatlah berisiko¹, sehingga wajar jika investor membutuhkan suatu *benchmark* untuk memprediksi pergerakannya, apakah sedang *bullish* atau *bearish*. Salah satu tolok ukur yang dapat digunakan investor saat ini adalah Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Pergerakan indeks saham syariah ini tidak bisa lepas dari pengaruh faktor-faktor makroekonomi. Karena saat faktor adhartatif ini berubah, investor akan dihadapkan pada dua keputusan untuk membeli atau menjual saham². Akibatnya, volatilitas mungkin saja terjadi di pasar saham syariah³.

Faktor adhartatif seperti harga minyak mentah dan emas di pasar global dianggap memiliki dampak yang signifikan terhadap volatilitas pasar

saham syariah. Berbagai penelitian telah dilakukan untuk mengetahui hal tersebut, namun hasilnya masih beragam. Ada yang menyatakan bahwa harga minyak mentah berpengaruh positif⁴, ada juga yang berpendapat bahwa harga minyak mentah berpengaruh negatif⁵, bahkan ada juga yang mengatakan bahwa harga minyak mentah tidak berpengaruh signifikan terhadap pasar saham syariah⁶. Hal serupa berlaku pada penelitian tentang dampak harga emas dunia terhadap pasar saham syariah. Di mana ada yang menunjukkan bahwa harga emas dunia berpengaruh positif⁷, ada yang mengatakan harga emas dunia berpengaruh negatif⁸ dan bahkan ada yang mengatakan bahwa harga emas dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap pasar saham syariah⁹.

¹ Emmanuel Adu-Ameyaw, Linda Hickson, dan Albert Danso, "Managerial compensation and fixed intangible assets investment: the role of managerial ownership and firm characteristics," *Journal of Applied Accounting Research* ahead-of-p, no. ahead-of-print (Januari 1, 2022).

² Fenghua Wen, Qian Zou, dan Xiong Wang, "The contrarian strategy of institutional investors in Chinese stock market," *Finance Research Letters* 41 (2021): 101845.

³ I Mawardi, T Widiastuti, dan P Sucia Sukmaningrum, "The Impact of Macroeconomic on Islamic Stock Prices: Evidence from Indonesia," in *KnE Social Sciences*, vol. 3, 2019, 499.

⁴ Fitri Fatimatuz Zahrok et al., "Gold Prices, World Oil Prices and Large Trade Price Index on Indonesian Sharia Stock Index with Exchange Value as A Moderating Variable in Indonesia," *Indonesian Economic Review* 1, no. 2 (2021): 81-91.

⁵ Muhammad Syafii Antonio et al., "the Impact of Oil Price and Other Macroeconomic Variables on the Islamic and Conventional Stock

Index in Indonesia," *International Journal of Energy Economics and Policy* 11, no. 5 (2021): 418-424.

⁶ Muhammad Baharudin Mahfudz dan Nurhadi Nurhadi, "Pengaruh Indeks DJIA, Harga minyak mentah, Tingkat Inflasi, dan Nilai Tukar Rupiah terhadap ISSI," *Al-Kharaj: Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah* 3, no. 2 (2021): 254-269.

⁷ Muhammad Al Faridho Awwal dan Mukhamad Yazid Afandi, "the Effect of Corona Pandemic, Mine Commodity Prices and Rupiah Exchange Rate on Indonesian Sharia Share Prices in the Mining Sector 2020," *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam (Journal of Islamic Economics and Business)* 7, no. 2 (2021): 350.

⁸ Dinda Azzahroh Fathimiyah dan Bayu Arie Fianto, "Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Dan Dow Jones Islamic Market Index Terhadap Harga Saham Pada Indeks Saham Syariah Indonesia (Issi) Tahun 2012-2019," *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan* 7, no. 11 (2020): 2183.

⁹ Indah Nawindra dan Andhi Wijayanto, "The Influence of Macroeconomic Variables on The Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) for The

Berbagai perbedaan hasil ini, mungkin disebabkan oleh adanya variabel intervening. Meningat di pasar komoditas global minyak mentah dan emas diperdagangkan dengan nilai tukar (IDR/USD). Sehingga, mungkin ada mediasi nilai tukar (IDR/USD) dalam pengaruh antara harga minyak mentah dan harga emas dunia terhadap pasar saham syariah. Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan untuk memberikan penjelasan atas perdebatan independensi tersebut. Namun juga akan membahas tentang peran mediasi dari nilai tukar (IDR/USD). Sisa artikel ini disusun sebagai berikut. Bagian 2 akan menyajikan tinjauan pustaka. Bagian 3 akan menjelaskan metodologi yang digunakan dalam penelitian ini. Bagian 4 menyajikan hasil analisis empiris dan bagian 5 akan menyajikan kesimpulan dari penelitian ini.

2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Pengaruh Harga Minyak Mentah Terhadap Nilai Tukar (IDR/USD)

Harga minyak mentah menjadi salah satu indikator yang secara tidak langsung dapat mempengaruhi stabilitas ekonomi di beberapa negara¹⁰. Hal tersebut direfleksikan melalui pasar uang dalam bentuk apresiasi atau depresiasi.

2013-2019 Period," *Management Analysis Journal* 9, no. 4 (2020): 402-412.

¹⁰ Khalid Ahmed, Niaz Ahmed Bhutto, dan Muhammad Ramzan Kalhoro, "Decomposing the links between oil price shocks and macroeconomic indicators: Evidence from SAARC region," *Resources Policy* 61, no. February (2019): 423-432.

¹¹ William Tanuwidjaja, *Cerdas Investasi Emas* (Yogyakarta: Media Perssido, 2009), 32.

¹² Shahriyar Mukhtarov, Sannur Aliyev, dan Javid Zeynalov, "The effect of oil prices on

Kenaikan harga minyak mentah secara langsung dapat menaikkan biaya produksi dan distribusi¹¹, kemudian mempengaruhi output produk domestik bruto, meningkatkan inflasi dan suku bunga lalu mempengaruhi perubahan nilai tukar¹².

H1: Harga Minyak Mentah Berpengaruh Negatif Terhadap Nilai Tukar (IDR/USD)

2.2. Pengaruh Harga Emas Dunia Terhadap Nilai Tukar (IDR/USD)

Emas memiliki berperan penting dalam dunia investasi. Harga emas yang cenderung stabil telah membuat emas menjadi alternatif nilai tukar pada abad ke 20. Meskipun pada era globalisasi, emas tidak lagi digunakan sebagai alternatif nilai tukar. Namun, emas tetap mampu mempengaruhi nilai tukar, hal tersebut dikarenakan kemampuan *hedging* dan *safe haven* terhadap fluktuasi nilai tukar yang diakibatkan oleh inflasi¹³.

Menurut Capie et al., harga emas dunia yang meningkat merupakan cerminan dari rasa tidakpercayaan investor atas nilai tukar ditengah inflasi yang menguat¹⁴.

H2: Harga Emas Dunia Berpengaruh Negatif Terhadap Nilai Tukar (IDR/USD)

macroeconomic variables: Evidencfrom azerbaijan," *International Journal of Energy Economics and Policy* 10, no. 1 (2020): 72-80.

¹³ Kuan-Min Wang dan Yuan-Ming Lee, "Is gold a safe haven for exchange rate risks? An empirical study of major currency countries," *Journal of Multinational Financial Management* 63 (2022): 100705.

¹⁴ Forrest Capie, Terence C Mills, dan Geoffrey Wood, "Gold as a hedge against the dollar," *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 15, no. 4 (2005): 343-352.

2.3. Pengaruh Nilai Tukar (IDR/USD) Terhadap Pasar Saham Syariah

Nilai tukar ditentukan melalui sistem permintaan dan penawaran, sistem tersebut lebih dikenal dengan sebutan *free floating exchange rate*. Penggunaan sistem tersebut telah mengakibatkan nilai tukar berfluktuasi sangat tinggi¹⁵. Jika arah fluktuasi nilai tukar positif maka aliran modal yang masuk akan meningkat lalu menguatkan pasar saham¹⁶.

Menurut Samsul kenaikan nilai tukar akan berdampak positif pada pasar saham syariah yang di dominasi oleh emiten bidang ekspor, sedangkan bagi pasar saham yang di dominasi emiten bidang impor, peningkatan nilai tukar akan mengakibatkan penurunan¹⁷, akibat peningkatan hutang luar negeri yang dapat memperburuk kinerja keuangan¹⁸.

H3: Nilai Tukar (IDR/USD) Berpengaruh Negatif Terhadap Pasar Saham Syariah

2.4. Pengaruh Harga Minyak Mentah Terhadap Pasar Saham Syariah

Minyak mentah saat ini masih menjadi sumber energi di berbagai kegiatan ekonomi global. Semakin banyaknya permintaan akan minyak

mentah, maka semakin tinggi harga minyak mentah di pasar global. Kenaikan harga minyak mentah dapat mengakibatkan inflasi akibat dari naiknya biaya produksi¹⁹.

Menurut Wang et al. kenaikan harga minyak mentah dapat meningkatkan aktifitas pasar saham di negara pengekspor minyak, sedangkan bagi negara pengimpor minyak, seperti Indonesia kenaikan harga minyak mentah dapat mengakibatkan melemahnya aktifitas di pasar saham²⁰ baik konvensional maupun syariah.

H4: Harga Minyak Mentah Berpengaruh Negatif Terhadap Pasar Saham Syariah

2.5. Pengaruh Harga Emas Dunia Terhadap Pasar Saham Syariah

Emas merupakan komoditas metal yang bernilai tinggi dibanding dengan perak, tembaga dan nikel. Karena nilainya yang tinggi, emas terkadang dijadikan alternatif nilai pertukaran dan investasi yang menarik. Menurut Tanuwidjaja harga emas di pasar internasional berkembang menurut kenaikan inflasi²¹. Saat inflasi meningkat, maka harga emas juga akan meningkat.

¹⁵ Christopher K Ma dan G Wenchi Kao, "On Exchange Rate Changes and Stock Price Reactions," *Journal of Business Finance & Accounting* 17, no. 3 (1990): 441-449.

¹⁶ Musdalifa Azis, Sri Mintarti, dan Maryam Nadir, *Manajemen Investasi Fundamental, Teknikal, Perilaku Investor dan Return* (Yogyakarta: Deepublish, 2015), 2657.

¹⁷ Muhamad Samsul, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio* (Jakarta: PT Gelora Aksara Pratama, 2006), 335.

¹⁸ William Tanuwidjaja, *Siasat Investasi Cerdik: Bagi Investor Pemula* (Yogyakarta: Media Perssido, 2006), 51.

¹⁹ Farhad Taghizadeh-Hesary, Ehsan Rasoulinezhad, dan Naoyuki Yoshino, "Energy and Food Security: Linkages through Price Volatility," *Energy Policy* 128, no. November 2018 (2019): 796-806.

²⁰ Yudong Wang, Chongfeng Wu, dan Li Yang, "Oil price shocks and stock market activities: Evidence from oil-importing and oil-exporting countries," *Journal of Comparative Economics* 41, no. 4 (2013): 1220-1239.

²¹ Tanuwidjaja, *Cerdas Investasi Emas*, 30.

Kemampuan beradaptasi ini, kemudian menjadi alasan utama mengapa emas sering dijadikan *hedging* dan *safe haven* terhadap saham²². Jadi, saat *return* saham syariah tidak lagi mampu menghasilkan keuntungan, maka investor akan kehilangan minat untuk berinvestasi di pasar tersebut. Sehingga, akan ada peralihan dari saham ke emas, yang akan melemahkan pasar saham syariah²³.

H5: Harga Emas Dunia Berpengaruh Negatif Terhadap Pasar Saham Syariah

2.6. Mediasi Nilai Tukar (IDR/USD) Dalam Pengaruh Harga Minyak Mentah Terhadap Pasar Saham Syariah

Harga minyak mentah yang mengalami kenaikan mampu meningkatkan biaya-biaya baik produksi dan distribusi²⁴. Kondisi ini akan memberikan dampak pada penurunan output (produk domestik bruto), akibat dari meningkatkannya inflasi. Peningkatan inflasi ini akan dibarengi dengan meningkatkannya suku bunga, jika suku bunga domestik lebih tinggi ketimbang suku bunga global, maka nilai tukar domestik akan terdepresiasi²⁵.

Jika hal ini terjadi, maka pasar saham syariah akan mengalami pelemahan yang disebabkan oleh menurunnya *return* dampak dari naiknya beban hutang luar negeri emiten syariah akibat dari selisih kurs.

H6: Harga Minyak Mentah Berpengaruh Negatif Terhadap Pasar Saham Syariah Melalui Nilai Tukar (IDR/USD)

2.7. Mediasi Nilai Tukar (IDR/USD) Dalam Pengaruh Harga Emas Dunia Terhadap Pasar Saham Syariah

Emas sering dijadikan sebagai *hedging* terhadap fluktuasi nilai tukar dan inflasi. Oleh karena itu, emas sangat diperhitungkan untuk memprediksi pergerakan pasar saham syariah. Memang, kenaikan harga emas dunia juga menunjukkan tingkat inflasi yang tinggi. Namun, secara konsekuensial, harga emas dunia yang meningkat tidak hanya mempengaruhi nilai tukar domestik, tetapi juga mempengaruhi nilai tukar asing. Jika nilai tukar asing meningkat maka emiten akan menghasilkan *return* yang lebih rendah karena hutang luar negeri yang meningkat. Namun, jika naiknya harga emas dunia mampu menaikkan tingkat inflasi dan suku bunga negara asing. Maka harga emas dunia akan berpengaruh positif terhadap pasar saham syariah domestik dengan catatan nilai tukar asing terdepresiasi.

H7: Harga Emas Dunia Berpengaruh Positif Terhadap Pasar Saham Syariah Melalui Nilai Tukar (IDR/USD).

²² R. Robiyanto, "Testing of The Gold's Role as a Safe Haven and Hedge for Sharia Stocks in Indonesia," *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah* 10, no. 2 (2018): 255-266.

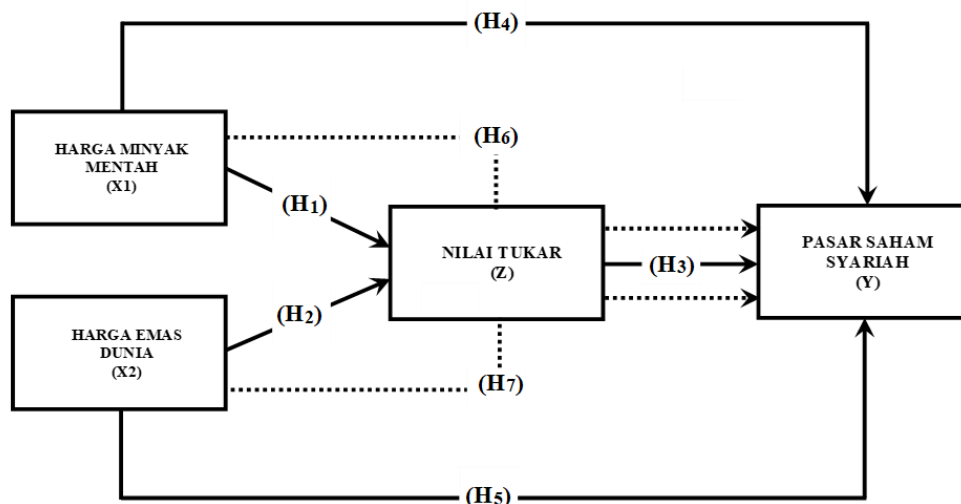
²³ Danish Iqbal Godil et al., "How oil prices, gold prices, uncertainty and risk impact Islamic and conventional stocks? Empirical evidence

from QARDL technique," *Resources Policy* 66 (2020): 101638.

²⁴ Tanuwidjaja, *Cerdas Investasi Emas*.

²⁵ Huseyin Karamelikli dan Mohammad Sharif Karimi, "Asymmetric relationship between interest rates and exchange rates: Evidence from Turkey," *International Journal of Finance and Economics* 27, no. 1 (2022): 1269-1279.

Gambar 1. Kerangka Pemikiran



Sumber: Penelitian terdahulu

Keterangan:

—————> = Hubungan langsung (*direct effect*)

.....> = Hubungan tidak langsung (*indirect effect*)

3. METODE PENELITIAN

Pendekatan penelitian, menggunakan kuantitatif dengan tujuan untuk memberikan penjelasan mengenai korelasi antara harga minyak mentah, harga emas dunia terhadap pasar saham syariah melalui mediasi dari nilai tukar (USD/IDR). Teknik pengumpulan yang digunakan adalah dokumentasi, teknik ini digunakan karena data bertipe sekunder. Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*, dengan tujuan agar data yang diperoleh sesuai kriteria penelitian. Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan dua kriteria, pertama, data bebas dari outlier. Kedua, *range* data berada pada periode bulan Juni 2011 hingga Desember 2021. Penelitian ini menggunakan empat variabel, yaitu harga minyak mentah, harga emas dunia, nilai tukar (USD/IDR) dan pasar saham syariah. Seluruh data variabel tersebut berskala rasio, yang pengukurannya dapat dilihat di matriks

operasional variabel (Tabel 1). Data yang telah terkumpul, kemudian harus memenuhi uji asumsi klasik yang bertujuan agar hasil analisis tidak bias. Untuk menguji hipotesis penelitian ini menggunakan metode analisis jalur (*path analysis*). Uji mediasi yang digunakan adalah uji sobel.

Tabel 1. Matriks Operasional Variabel

No	Var.	Defenisi Operasional	Skala
1	Harga minyak mentah	Harga penutupan minyak WTI setiap bulan mulai bulan Juni 2011 hingga Desember 2021	Rasio
2	Harga emas dunia	Harga emas berjangka setiap bulan mulai bulan Juni 2011 hingga Desember 2021	Rasio
4	Nilai tukar (USD/IDR)	Harga tengah nilai tukar (USD/IDR) setiap bulan mulai bulan Juni 2011	Rasio

No	Var.	Defenisi Operasional	Skala
		hingga Desember 2021	
5	Pasar Saham Syariah	Harga penutupan ISSI setiap bulan mulai bulan Juni 2011 hingga Desember 2021	Rasio

Sumber: Penelitian terdahulu

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1 Uji Asumsi Klasik

4.1.1.1 Uji Normalitas

Hasil estimasi uji normalitas pada sub struktur 1 dan sub struktur 2 dengan Jarque-Bera diketahui p-value dari sub struktur 1 sebesar 0,857 dan p-value dari sub struktur 2 sebesar 0,649 (Tabel 2). Karena p-value dari kedua sub struktural tersebut $> 0,05$, maka dapat disimpulkan bahwa data penelitian ini berdistribusi normal.

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas

No	Model	Nilai Jarque-Bera	P-Value	Ket.
1	Substruktur 1	0,309	0,857	Berdistribusi Normal
2	Substruktur 2	0,865	0,649	Berdistribusi Normal

Sumber: Ouput Eviews 12

4.1.1.2 Uji Multikolinieritas

Hasil estimasi uji multikolinieritas substruktur 1 diketahui nilai VIF (*Varian Inflation Factor*) harga minyak mentah sebesar 1,011, sementara untuk harga emas dunia diperoleh nilai VIF sebesar 1,011. Sedangkan untuk pengujian multikolinieritas pada substruktur 2 diketahui nilai VIF harga minyak mentah sebesar 1,203. Sementara nilai VIF untuk harga emas dunia sebesar 1,030 dan nilai VIF untuk nilai tukar (USD/IDR) sebesar 1,224 (Tabel 3). Karena seluruh nilai VIF

variabel eksogen yang ada pada substruktur 1 dan 2 < 10 , maka dapat disimpulkan bahwa diantara variabel eksogen tidak terjadi multikolinieritas.

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinieritas

No	Var.	Nilai VIF	Keterangan
Substruktur 1			
1	D_OIL	1,011	Tidak Terjadi Multikolinieritas
2	D_GOLD	1,011	
Substruktur 2			
1	D_OIL	1,203	Tidak Terjadi Multikolinieritas
2	D_GOLD	1,030	
3	D_KURS	1,224	

Sumber: Ouput Eviews 12

4.1.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Hasil uji heteroskedastisitas dengan metode Breusch Pagan Godfrey pada model substruktur 1 diketahui nilai dari p-value Chi-Square (2) pada Obs*R-squared sebesar 0,9324. Sementara pada substruktur 2 hasil uji heteroskedastisitas diketahui nilai dari p-value Chi-Square (3) pada Obs*R-squared sebesar 0,9366 (Tabel 4). Karena seluruh nilai p-value Chi-Square ini berada $> 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa data penelitian baik pada substruktur 1 dan 2 bersifat homokedastisitas atau tidak terdapat gejala heteroskedastisitas.

Tabel 4. Hasil Uji Heteroskedastisitas

No	Variabel	Nilai	Keterangan
Substruktur 1			
1	Obs*R-squared	0,1399	Tidak Terjadi Heteroskedastisitas
2	p-value Chi-Square (2)	0,9324	
Substruktur 2			
1	Obs*R-squared	0,4176	Tidak Terjadi Heteroskedastisitas
2	p-value Chi-Square (3)	0,9366	

Sumber: Ouput Eviews 12

4.1.1.4 Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi penelitian ini menggunakan Lagrange Multiplier

Test, dari hasil analisis diketahui, nilai p-value Chi-Square (2) pada Obs*R-squared sebesar 0,6847 untuk model substruktur 1. Sedangkan untuk substruktur 2, nilai p-value Chi-Square (2) pada Obs*R-squared sebesar 0,3814 (Tabel 5). Karena seluruh nilai p-value Chi-Square (2) >0,05 maka dapat disimpulkan bahwa data yang penelitian pada model substruktur 1 dan 2 tidak terdapat gejala autokorelasi.

Tabel 5. Hasil Uji Autokorelasi

No	Variabel	Nilai	Keterangan
Substruktur 1			
1	Obs*R-squared	0,7576	Tidak Terjadi Autokorelasi
2	p-value Chi-Square (2)	0,6847	
Substruktur 2			
1	Obs*R-squared	1,9276	Tidak Terjadi Autokorelasi
2	p-value Chi-Square (2)	0,3814	

Sumber: Ouput Eviews 12

4.1.2. Uji Kelayakan Model (Uji F)

Pengujian kelayakan model dilakukan dengan uji statistik f, dari hasil uji pada substruktur diperoleh nilai f sebesar 11,404 dengan p-value sebesar 0,000. Sementara pada substruktur 2 diperoleh nilai f sebesar 8,287 dengan p-value sebesar 0,000. Karena seluruh nilai p-value dari uji statistik f dari model substruktur 1 dan 2 <0,05 maka kedua model dalam penelitian ini layak.

4.1.3. Uji Koefisien Determinasi

Hasil estimasi uji koefisien determinasi pada substruktur 1 diperoleh nilai R-Squared sebesar 0,1827 (Tabel 8). Hal ini berarti bahwa harga minyak mentah, harga emas dunia hanya mampu menjelaskan perubahan nilai tukar (USD/IDR) sebesar 0,1827 atau 18,27% sedangkan 81,73% dijelaskan oleh

faktor lain di luar model penelitian ini. Sementara, hasil estimasi koefisien determinasi pada substruktur 2 diperoleh nilai R-Squared sebesar 0,1975 (Tabel 6). Hal ini berarti bahwa harga minyak mentah, harga emas dunia dan nilai tukar (USD/IDR) hanya mampu menjelaskan perubahan pasar saham syariah sebesar 0,1975 atau 19,75% sedangkan sisanya 80,25% dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian ini.

4.1.4. Uji Hipotesis (Uji T)

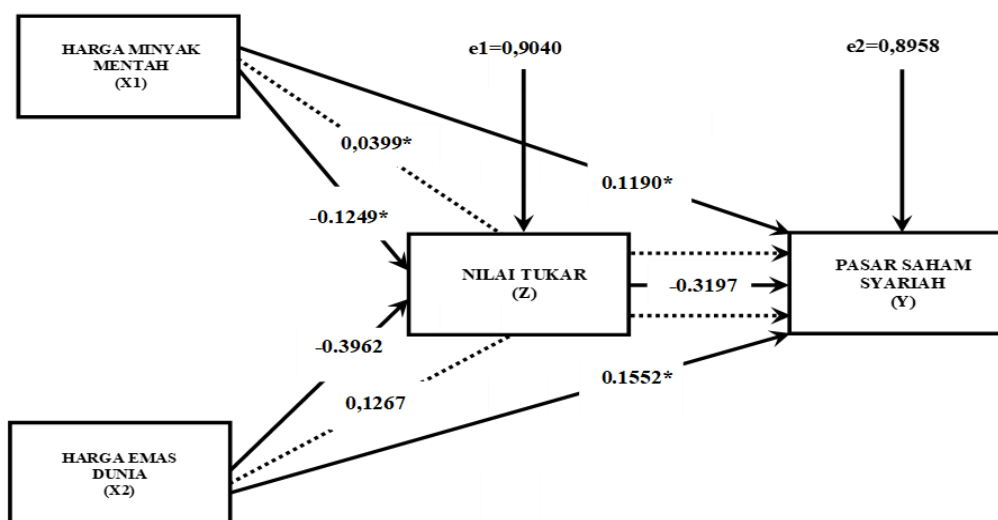
4.1.4.1. Uji Pengaruh Langsung

Hasil estimasi uji t diperoleh nilai koefisien jalur antara harga minyak mentah dan nilai tukar (USD/IDR) sebesar -0,1249 dengan nilai t sebesar -1,3881 < -1,9835 dan p-value sebesar 0,1681 > 0,05. Maka dapat disimpulkan harga minyak mentah tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar (USD/IDR). sehingga, hipotesis 1 ditolak. Hasil estimasi uji t diketahui koefisien jalur antara harga emas dunia dan nilai tukar (USD/IDR) sebesar -0,3962 dengan nilai t -4,4029 > -1,9835 dan p-value sebesar 0,000 < 0,05. Maka dapat disimpulkan, jika harga emas dunia berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai tukar (USD/IDR). Sehingga, hipotesis 2 dapat diterima (Tabel 6). Hasil estimasi uji t diketahui koefisien jalur antara nilai tukar (USD/IDR) dan pasar saham syariah sebesar -0,3197 dengan nilai t -3,2425 > -1,9837 dan p-value sebesar 0,002 < 0,05. Maka dapat disimpulkan bahwa nilai tukar (USD/IDR) berpengaruh signifikan negatif terhadap pasar saham syariah. Oleh sebab itu, hipotesis 3 diterima. Hasil estimasi uji t diketahui koefisien jalur antara harga minyak

mentah dan pasar saham syariah sebesar 0,1190 dengan nilai $t -1,3163 < -1,9837$ dan p-value sebesar $0,191 > 0,05$. Maka dapat disimpulkan jika harga minyak mentah tidak berpengaruh signifikan terhadap pasar saham syariah. Sehingga, hipotesis 4 ditolak. Sementara hasil estimasi koefisien jalur antara harga emas dunia

dan pasar saham syariah sebesar 0,1552 dengan nilai $t 1,5884 < 1,9837$ dan p-value sebesar $0,115 > 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa harga emas dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap pasar saham syariah. Oleh sebab itu, hipotesis 5 ditolak.

Gambar 2. Model Struktural Penelitian



Sumber: Hasil analisis jalur

Keterangan:

- = Hubungan langsung (*direct effect*)
-→ = Hubungan tidak langsung (*indirect effect*)
- * = Jalur tidak signifikan

Tabel 6. Hasil Uji Pengaruh Langsung

Variabel Eksogen	Variabel Endogen	Nilai Koefisien	t- hitung	p-value	Keterangan
Substruktur 1					
D_OIL	D_KURS	-0.1249	-1,3881	0,1681	Tidak Signifikan
D-GOLD	D_KURS	-0.3962	-4.4029	0,000	Signifikan
F-statistic	11,404	p-value	0,000		
R-Squared	0,1827	Error (e1)	0,9040		
Substruktur 2					
D_KURS	D_ISSI	-0.3197	-3,2425	0,002	Signifikan
D_OIL	D_ISSI	0,1190	-1,3163	0,191	Tidak Signifikan
D-GOLD	D_ISSI	0,1552	1,5884	0,115	Tidak Signifikan
F-statistic	8,287	p-value	0,000		
R-Squared	0,1975	Error (e2)	0,8958		

Sumber: Ouput Eviews 12

4.1.4.2. Uji Pengaruh Tidak Langsung

Hasil estimasi uji mediasi dengan metode sobel diketahui koefisien jalur antara harga minyak mentah terhadap pasar saham syariah melalui nilai tukar (USD/IDR) sebesar 0,0331 dengan nilai t $1,2761 < 1,9837$ dan p -value sebesar $0,202 > 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa nilai tukar (USD/IDR) tidak memediasi pengaruh harga minyak mentah terhadap pasar saham syariaiah. Sehingga, hipotesis 6 ditolak.

Hasil estimasi uji mediasi dengan metode sobel diketahui koefisien jalur antara harga emas dunia terhadap pasar saham syariah melalui nilai tukar (USD/IDR) sebesar 0,0088 dengan nilai t $2,6110 > 1,9837$ dan p -value sebesar $0,009 < 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa nilai tukar (USD/IDR) tidak memediasi pengaruh harga emas dunia terhadap pasar saham syariaiah. Sehingga, hipotesis 7 ditolak (Tabel 7).

Tabel 7. Hasil Uji Pengaruh Tidak Langsung

Variabel Eksogen	Variabel Endogen	Nilai Koefisien	t- hitung	p-value	Keterangan
D_OIL	D_ISSI	0,0399	1,2761	0,202	Tidak Signifikan
D-GOLD	D_ISSI	0,1267	2,6110	0,009	Signifikan

Sumber: Ouput Sobel Test

4.2. Pembahasan

4.2.4. Pengaruh Harga Minyak Mentah Terhadap Nilai Tukar (IDR/USD)

Hasil estimasi tersebut menunjukkan jika harga emas dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar (USD/IDR). Hal ini berarti, bahwa harga minyak mentah yang mengalami kenaikan atau penurunan tidak akan merubah nilai tukar (USD/IDR). Kondisi ini, lebih disebabkan karena dampak kenaikan harga minyak mentah telah diantisipasi oleh pemerintah Indonesia dengan cara pemberian subsidi bahan bakar minyak (BBM), sehingga tingkat inflasi masih sesuai dengan angka ekspektasinya. Hasil ini mendukung penelitian Ali et al.,

yang mengatakan bahwa harga minyak mentah tidak berpengaruh terhadap nilai tukar (USD/IDR)²⁶

4.2.5. Pengaruh Harga Emas Dunia Terhadap Nilai Tukar (IDR/USD)

Hasil estimasi menunjukkan bahwa harga emas dunia berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai tukar (USD/IDR) yang berarti, jika harga emas dunia mengalami kenaikan atau penurunan maka nilai tukar (USD/IDR) akan mengalami perubahan ke arah sebaliknya. Hal ini disebabkan karena emas dunia diperdagangkan berdasarkan mata uang dolar Amerika Serikat. Sehingga naiknya harga emas dunia secara signifikan akan mempengaruhi jumlah dolar Amerika

²⁶ Hamisu Sadi Ali et al., "Dynamic relationship of exchange rates and crude oil prices in South Africa: are there asymmetries?," *Research*

Journal of Finance and Accounting 7, no. 20 (2015): 11-25.

Serikat yang beredar yang jangka panjang akan menyebabkan dolar Amerika Serikat terdepresiasi sehingga mata uang domestik akan mengalami apresiasi.

Hasil ini mendukung penelitian Wang dan Lee yang mengatakan bahwa harga emas dunia berpengaruh negatif terhadap nilai tukar²⁷. Serta penelitian Capie et.al yang mengatakan kenaikan harga emas dunia merupakan cerminan dari keraguan investor dalam berinvestasi di pasar uang²⁸.

4.2.6. Pengaruh Nilai Tukar (IDR/USD) Terhadap Pasar Saham Syariah

Hasil estimasi menunjukkan nilai tukar (USD/IDR) berpengaruh signifikan negatif terhadap pasar saham syariah yang berarti, jika nilai tukar (USD/IDR) meningkat atau menurun maka pasar saham syariah akan mengalami perubahan ke arah sebaliknya. Keadaan ini disebabkan karena nilai tukar (USD/IDR) dapat menyebabkan beban hutang luar negeri meningkat. Sehingga emiten akan mengeluarkan lebih banyak rupiah untuk membayar hutang. Jika melihat dari data hutang emiten di pasar saham syariah Indonesia pada periode ini, dapat diketahui bahwa hampir seluruh emiten syariah memiliki hutang luar negeri yang didominasi oleh pinjaman bank. Kondisi ini tentu saja secara langsung akan berdampak pada penurunan *return* pasar

saham syariah. Sehingga investor akan beralih ke pasar yang lebih menguntungkan.

Hasil ini, mendukung penelitian yang dilakukan oleh Noval Noval dan Nadia Nadia yang mengatakan bahwa nilai tukar (USD/IDR) tidak berpengaruh signifikan terhadap pasar saham syariah²⁹.

4.2.7. Pengaruh Harga Minyak Mentah Terhadap Pasar Saham Syariah

Hasil pengujian menunjukkan bahwa harga minyak mentah tidak berpengaruh signifikan terhadap pasar saham syariah di Indonesia, yang berarti, jika harga minyak mentah mengalami kenaikan atau penurunan maka dampaknya tidak akan mempengaruhi pergerakan pasar saham syariah. Keadaan ini disebabkan karena bahan bakar minyak (BBM) di Indonesia masih di subsidi oleh pemerintah Indonesia meskipun besarnya telah dikurangi. Namun, ada subsidi harga BBM tersebut secara tidak langsung mengurangi dampak dari kenaikan harga minyak mentah yaitu biaya produksi dan distribusi bagi emiten di ISSI.

Hasil ini, mendukung penelitian yang dilakukan oleh Indah Nawindra dan Andhi Wijayanto yang menunjukkan bahwa harga minyak mentah tidak berpengaruh signifikan terhadap pasar saham syariah³⁰.

²⁷ Wang dan Lee, "Is gold a safe haven for exchange rate risks? An empirical study of major currency countries."

²⁸ Capie, Mills, dan Wood, "Gold as a hedge against the dollar."

²⁹ Noval Noval dan Nadia Nadia, "Pengaruh Inflasi Terhadap Jakarta Islamic Index (JII) Dengan Bi 7 Day Repo Rate Sebagai Variabel

Moderating Dan Nilai Tukar (IDR/USD) Sebagai Variabel Intervening," *Jurnal Ilmu Perbankan dan Keuangan Syariah* 2, no. 1 (2020): 1-23.

³⁰ Nawindra dan Wijayanto, "The Influence of Macroeconomic Variables on The Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) for The 2013-2019 Period."

4.2.8. Pengaruh Harga Emas Dunia Terhadap Pasar Saham Syariah

Hasil estimasi menunjukkan bahwa harga emas dunia tidak berpengaruh pada pasar saham syariah di Indonesia. Hal ini berarti, jika harga emas dunia meningkat atau menurun maka pasar saham syariah di Indonesia tidak akan mengalami perubahan. Kondisi ini terjadi karena harga emas dunia yang mengalami kenaikan secara signifikan dapat diartikan sebagai naiknya tingkat inflasi. Namun, di Indonesia tingkat inflasi pada periode penelitian ini, masih sesuai dengan angka yang ditargetkan oleh Indonesia. Oleh sebab itu, investor tidak akan mengalihkan investasinya dari saham syariah ke investasi emas, namun lebih ke arah *hedge* dan *safe haven*.

Hasil ini, mendukung penelitian yang dilakukan oleh Indah Nawindra dan Andhi Wijayanto yang menunjukkan bahwa harga emas dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap pasar saham syariah³¹.

4.2.9. Mediasi Nilai Tukar (IDR/USD) Dalam Pengaruh Harga Minyak Mentah Terhadap Pasar Saham Syariah

Hasil estimasi uji sobel menunjukkan bahwa harga minyak mentah tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pasar saham syariah melalui nilai tukar (USD/IDR) yang berarti bahwa, jika harga minyak mentah mengalami kenaikan atau penurunan maka pasar saham syariah tidak akan mengalami perubahan melalui nilai tukar (USD/IDR).

Keadaan ini, lebih disebabkan karena pada periode penelitian ini

dampak harga minyak mentah, dapat diminimalisir oleh pemerintah Indonesia melalui subsidi bahan bakar minyak (BBM). Kebijakan ini telah memberikan pengurangan dampak ke nilai tukar (USD/IDR). Kondisi ini juga dapat mengurangi dampak di pasar saham syariah. Sebab dengan turunnya harga minyak mentah biaya produksi dan distribusi akan menurun. Sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai tukar (USD/IDR) tidak memediasi pengaruh harga minyak mentah terhadap pasar saham syariah di Indonesia.

4.2.10. Mediasi Nilai Tukar (IDR/USD) Dalam Pengaruh Harga Emas Dunia Terhadap Pasar Saham Syariah

Hasil estimasi menunjukkan bahwa harga emas dunia berpengaruh signifikan positif terhadap pasar saham syariah melalui nilai tukar (USD/IDR) yang berarti, bahwa naik atau turunnya harga emas dunia akan menyebabkan pasar saham syariah akan mengalami perubahan ke arah yang sama melalui nilai tukar (USD/IDR). Sehingga dalam hal ini mediasi nilai tukar (USD/IDR) bersifat mediasi penuh (*full mediation*) sebab tanpa adanya mediasi nilai tukar (USD/IDR), harga emas dunia tidak dapat berpengaruh terhadap pasar saham syariah.

Hal tersebut disebabkan karena harga emas dunia di perdagangkan dengan mata uang dolar Amerika Serikat, sehingga jika permintaan akan emas dunia tinggi, maka permintaan akan dolar juga akan mengalami peningkatan. Naiknya jumlah dolar yang beredar akan mengakibatkan nilai tukar dolar terdepresiasi terhadap nilai tukar rupiah.

³¹ Ibid.

Hal ini dapat meningkatkan *return* di pasar saham syariah karena akan sedikit jumlah rupiah yang akan dibayarkan untuk melunasi hutang luar negeri.

5. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan penelitian ini dapat disimpulkan bahwa, harga minyak mentah tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai tukar (USD/IDR) dan pasar saham syariah di Indonesia, hal ini terjadi karena dampak dari kenaikan harga minyak mentah telah diantisipasi oleh pemerintah melalui pemberian subsidi bahan bakar minyak. Sementara, harga emas dunia tidak berpengaruh signifikan terhadap pasar saham syariah, namun berpengaruh negatif terhadap nilai tukar (USD/IDR). Kondisi ini terjadi karena naiknya harga emas dunia akan menaikkan peredaran dolar Amerika Serikat, sehingga nilai tukar dolar akan terdepresiasi terhadap rupiah. Nilai tukar (USD/IDR) berpengaruh signifikan negatif terhadap pasar saham syariah di Indonesia. Hal ini terjadi karena saat nilai tukar mengalami kenaikan, emiten dengan hutang luar negeri akan mengeluarkan rupiah lebih banyak untuk melunasinya sehingga *return* pasar saham syariah akan mengalami penurunan. Selain itu variabel nilai tukar (USD/IDR) hanya memediasi pengaruh harga emas dunia terhadap pasar saham syariah, sementara harga minyak mentah tidak dapat di mediasi.

Berdasarkan bukti empiris ini, maka di rekomendasikan bagi investor untuk selalu memperhatikan pergerakan dari nilai tukar (USD/IDR) dan melakukan portofolio jika ingin

memaksimalkan keuntungan investasi di pasar saham syariah di Indonesia. Untuk penelitian selanjutnya, karena sampel yang digunakan dalam penelitian ini kecil, serta tidak memasukkan variabel makroekonomi seperti inflasi, suku bunga, peredaran uang, Produk Domestik Bruto (PDB) dan indeks global. Karena itu diharapkan bagi penelitian selanjutnya untuk memasukkan variabel-variabel tersebut sehingga dapat terlihat jelas peran dari nilai tukar dalam memediasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Adu-Ameyaw, E., Hickson, L., & Danso, A. (2022). Managerial compensation and fixed intangible assets investment: the role of managerial ownership and firm characteristics. *Journal of Applied Accounting Research*, ahead-of-p(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/JAAR-04-2021-0099>
- Ahmed, K., Bhutto, N. A., & Kalhor, M. R. (2019). Decomposing the links between oil price shocks and macroeconomic indicators: Evidence from SAARC region. *Resources Policy*, 61(February), 423–432. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2018.03.001>
- Ali, H. S., Mukhtar, U., Tijani, B. A., & Auwal, A. M. (2015). Dynamic relationship of exchange rates and crude oil prices in South Africa: are there asymmetries? *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(20), 11–25.
- Antonio, M. S., Rusydiana, A. S., Soeparno, W. S. I., Rani, L. N., Pratomo, W. A., & Nasution, A. A.

- (2021). the Impact of Oil Price and Other Macroeconomic Variables on the Islamic and Conventional Stock Index in Indonesia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 11(5), 418–424. <https://doi.org/10.32479/ijeep.10911>
- Awwal, M. A. F., & Afandi, M. Y. (2021). the Effect of Corona Pandemic, Mine Commodity Prices and Rupiah Exchange Rate on Indonesian Sharia Share Prices in the Mining Sector 2020. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam (Journal of Islamic Economics and Business)*, 7(2), 350. <https://doi.org/10.20473/jebis.v7i2.29838>
- Azis, M., Mintarti, S., & Nadir, M. (2015). *Manajemen Investasi Fundamental, Teknikal, Perilaku Investor dan Return*. Deepublish.
- Capie, F., Mills, T. C., & Wood, G. (2005). Gold as a hedge against the dollar. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 15(4), 343–352. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.intfin.2004.07.002>
- Fathimiyah, D. A., & Fianto, B. A. (2020). Pengaruh Variabel Makro Ekonomi Dan Dow Jones Islamic Market Index Terhadap Harga Saham Pada Indeks Saham Syariah Indonesia (Issi) Tahun 2012-2019. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 7(11), 2183. <https://doi.org/10.20473/vol7iss202011pp2183-2191>
- Godil, D. I., Sarwat, S., Sharif, A., & Jermsttiparsert, K. (2020). How oil prices, gold prices, uncertainty and risk impact Islamic and conventional stocks? Empirical evidence from QARDL technique. *Resources Policy*, 66, 101638. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2020.101638>
- Jain, A., & Biswal, P. C. (2016). Dynamic linkages among oil price, gold price, exchange rate, and stock market in India. *Resources Policy*, 49, 179–185. <https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2016.06.001>
- Karamelikli, H., & Karimi, M. S. (2022). Asymmetric relationship between interest rates and exchange rates: Evidence from Turkey. *International Journal of Finance and Economics*, 27(1), 1269–1279. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2213>
- Ma, C. K., & Kao, G. W. (1990). On Exchange Rate Changes and Stock Price Reactions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(3), 441–449. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1990.tb01196.x>
- Mahfudz, M. B., & Nurhadi, N. (2021). Pengaruh Indeks DJIA, Harga Minyak Dunia, Tingkat Inflasi, dan Nilai Tukar Rupiah terhadap ISSI. *Al-Kharaj : Jurnal Ekonomi, Keuangan & Bisnis Syariah*, 3(2), 254–269. <https://doi.org/10.47467/alkharaj.v3i2.370>
- Mawardi, I., Widiastuti, T., & Sucia Sukmaningrum, P. (2019). The Impact of Macroeconomic on Islamic Stock Prices: Evidence from Indonesia. *KnE Social Sciences*, 3(13), 499. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i13.4226>
- Mukhtarov, S., Aliyev, S., & Zeynalov, J. (2020). The effect of oil prices on macroeconomic variables: Evidencfrom azerbaijan. *International Journal of Energy Economics and*

- Policy, 10(1), 72–80.
<https://doi.org/10.32479/ijeeep.8446>
- Musah, A., & Ibrahim, M. (2015). Can gold investment provide a hedge against inflation and exchange rate? Evidence from a former Gold Coast. *International Journal of Economics and Business Research*, 10(2), 148–166.
<https://doi.org/10.1504/IJEER.2015.070981>
- Nawindra, I., & Wijayanto, A. (2020). The Influence of Macroeconomic Variables on The Indonesian Sharia Stock Index (ISSI) for The 2013-2019 Period. *Management Analysis Journal*, 9(4), 402–412.
<https://doi.org/10.15294/maj.v9i4.41875>
- Noval, N., & Nadia, N. (2020). Pengaruh Inflasi Terhadap Jakarta Islamic Index (JII) Dengan Bi 7 Day Repo Rate Sebagai Variabel Moderating Dan Nilai Tukar (IDR/USD) Sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ilmu Perbankan dan Keuangan Syariah*, 2(1), 1–23.
<https://doi.org/10.24239/jipsya.v2i1.20.1-23>
- Robiyanto, R. (2018). Testing of The Gold's Role as a Safe Haven and Hedge for Sharia Stocks in Indonesia. *Al-Iqtishad: Jurnal Ilmu Ekonomi Syariah*, 10(2), 255–266.
<https://doi.org/10.15408/aiq.v10i2.6527>
- Samsul, M. (2006). *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. PT Gelora Aksara Pratama.
- Taghizadeh-Hesary, F., Rasoulinezhad, E., & Yoshino, N. (2019). Energy and Food Security: Linkages through Price Volatility. *Energy Policy*, 128(November 2018), 796–806.
<https://doi.org/10.1016/j.enpol.2018.12.043>
- Tanuwidjaja, W. (2006). *Siasat Investasi Cerdik: Bagi Investor Pemula*. Media Persido.
- Tanuwidjaja, W. (2009). *Cerdas Investasi Emas*. Media Persido.
- Wang, K.-M., & Lee, Y.-M. (2022). Is gold a safe haven for exchange rate risks? An empirical study of major currency countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 63, 100705.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2021.100705>
- Wang, Y., Wu, C., & Yang, L. (2013). Oil price shocks and stock market activities: Evidence from oil-importing and oil-exporting countries. *Journal of Comparative Economics*, 41(4), 1220–1239.
- Wen, F., Zou, Q., & Wang, X. (2021). The contrarian strategy of institutional investors in Chinese stock market. *Finance Research Letters*, 41, 101845.
<https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101845>
- Zahrok, F. F., Sulchan, M., Almira, D. T., & Aeni, E. A. N. (2021). Gold Prices, World Oil Prices and Large Trade Price Index on Indonesian Sharia Stock Index with Exchange Value as A Moderating Variable in Indonesia. *Indonesian Economic Review*, 1(2), 81–91.